



# **Komentarz miesięczny**

Zarządzającego Funduszami Investors TFI

**Jarosław Niedzielewski**

Dyrektor Departamentu Inwestycji

Grudzień 2024



## Podsumowanie

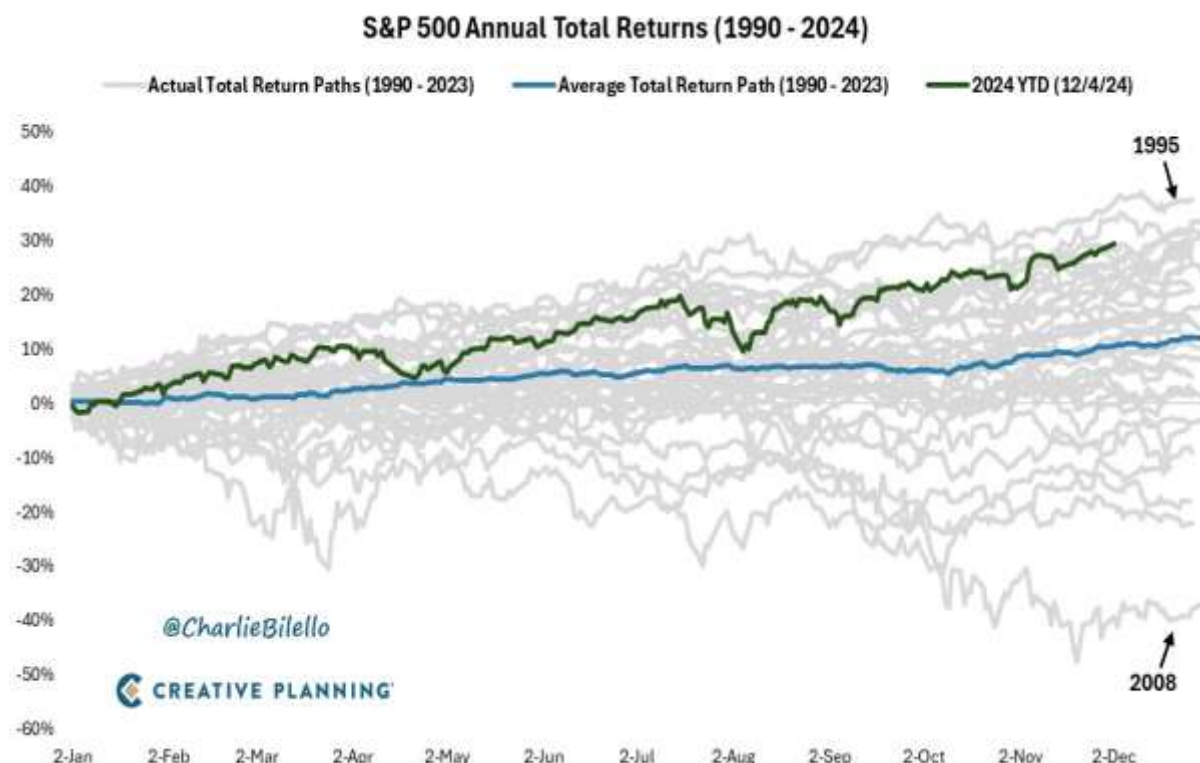
- ✦ Wszystko wskazuje na to, że kończący się właśnie 2024 rok będzie dla Wall Street jednym z najlepszych w minionych trzech dekadach i to zarówno pod względem nominalnej stopy zwrotu z głównego indeksu, jak i w relacji do innych giełd na świecie. Dominacja amerykańskiej giełdy to nie jest nowe zjawisko – z małymi przerwami trwa od 2010 roku. W mijającym roku nastąpiła jednak prawdziwa kumulacja oznak tej przewagi.
- ✦ Wygrana Donalda Trumpa w wyborach prezydenckich jedynie wzmocniła trend demokratyzacji hossy na Wall Street i ugruntowała globalną hegemonię nowojorskiej giełdy. Listopadowy wystrzał amerykańskich indeksów zdecydowanie poprawił nastroje wśród inwestorów. Widać to zarówno po wysokim odsetku inwestorów instytucjonalnych byczo nastawionych do rynku akcji w USA, jak i rekordowo wysokim udziale konsumentów oczekujących kontynuacji wzrostów na Wall Street.
- ✦ Co więcej, niektóre zachowania rynku i jego uczestników mogą przypominać rozbuchaną spekulację z końca 2021 roku. Podobnie jak wtedy, tak i ostatnio stroną sprzedającą akcje podczas fali wzrostów okazali się główni akcjonariusze i kadra menadżerska poszczególnych firm. Najbardziej spektakularne podobieństwo tegorocznej powyborczej euforii i ostatnich tygodni pandemicznej fali hossy widać jednak na rynku kryptowalut.
- ✦ Spekulacja spekulacją, nastroje nastrojami, ale dłuższe trendy na rynkach akcji, czy obligacji budują fundamenty – spółek i gospodarki. Najlepiej widać to na przykładzie niemieckiej giełdy i gospodarki. Trwająca od dwóch lat ekonomiczna słabość naszego zachodniego sąsiada, widoczna jest przede wszystkim w stagnacji PKB, zapaści w przemyśle oraz wzroście bezrobocia. Wskaźniki gospodarcze nie usprawiedliwiają nowych rekordów ustanawianych przez niemiecki indeks akcji. Jeśli jednak spojrzymy na wyniki generowane przez pięć największych firm z indeksu DAX stanowiących łącznie niemal 50% jego składu, zagadkowa siła czołowego indeksu frankfurckiego parkietu przestaje zaskakiwać.
- ✦ Trwający od końca listopada przystanek na akcjach i sektorach, które najbardziej mają korzystać na rządach nowej administracji w USA, pozwolił odreagować tym, których uznano za przegranych tego politycznego rozdania. Za odrabianie powyborczej słabości wzięły się, zarówno mniejsze spółki w Niemczech, jak i europejskie banki czy branża motoryzacyjna. Grudniowa fala wzrostów dosięgnęła także paryskiego parkietu, a nawet polskich akcji. Wyrazne odbicie miało miejsce również na chińskich giełdach, które ponownie otrzymały wsparcie ze strony władz w Pekinie. Wciąż jednak jest to wsparcie oparte bardziej na eskalacji słów niż czynów. Natomiast najbardziej spektakularne zwyczki odnotowali w grudniu technologiczni giganci, którzy przypomnieli inwestorom, że to wciąż jest ich hossa (od 2009 roku) i nie pozwolą sobie łatwo odebrać koszulki lidera.

## Komentarz miesięczny: Grudzień 2024

Po listopadowym pokazie siły amerykańskiej giełdy pierwsza połowa grudnia przyniosła z jednej strony nieco otrzeźwienia na Wall Street, a z drugiej odreagowanie powyborczej słabości na innych rynkach. Główny indeks warszawskiej giełdy zdołał odrobić straty powstałe po eskalacji działań zbrojnych za naszą wschodnią granicą. Niemiecki DAX pięć razy z rzędu bił rekordy, pomimo rozpadu koalicji rządowej, a paryska giełda odbiła się od dna nie bacząc na upadek francuskiego rządu. Także chińskie akcje, które mocno ucierpiały po wygranej Donalda Trumpa, odzyskały wigor. Dostały zresztą wsparcie ze strony władz w Pekinie, które potwierdziły swoją determinację w pobudzeniu gospodarki w 2025 roku. Póki co jednak grudniowym wygranym okazują się „starzy dobrzy” technologiczni liderzy.

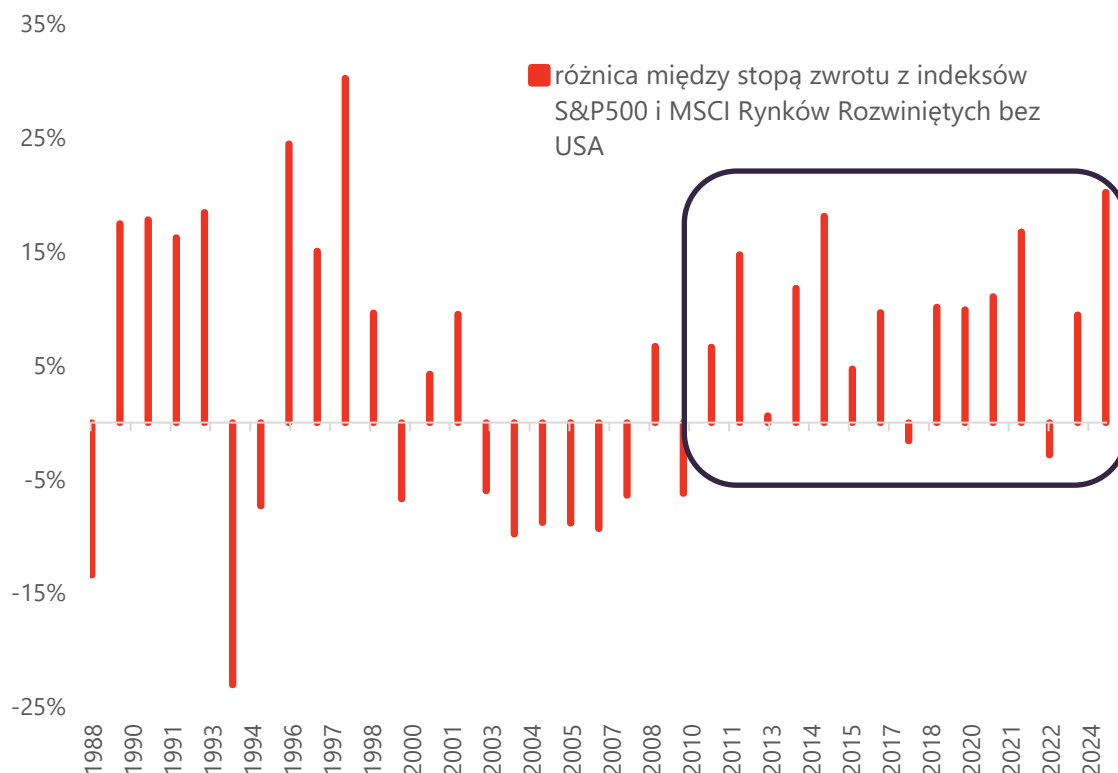
Wszystko wskazuje na to, że kończący się właśnie 2024 rok będzie dla Wall Street jednym z najlepszych w minionych trzech dekadach i to zarówno pod względem nominalnej stopy zwrotu z głównego indeksu, jak i w relacji do innych giełd na świecie (wykres 1). Dominacja amerykańskiej giełdy to nie jest nowe zjawisko – z małymi przerwami trwa od 2010 roku (wykres 2). W mijającym roku nastąpiła jednak prawdziwa kumulacja oznak tej przewagi nad innymi rynkami.

**Wykres 1: Rok 2024 może być dla Wall Street jednym z najlepszych w ostatnich 35 latach.**



źródło: <https://x.com/charliebilello>

**Wykres 2: Od 2010 roku amerykańska giełda bije na głowę resztę świata.**

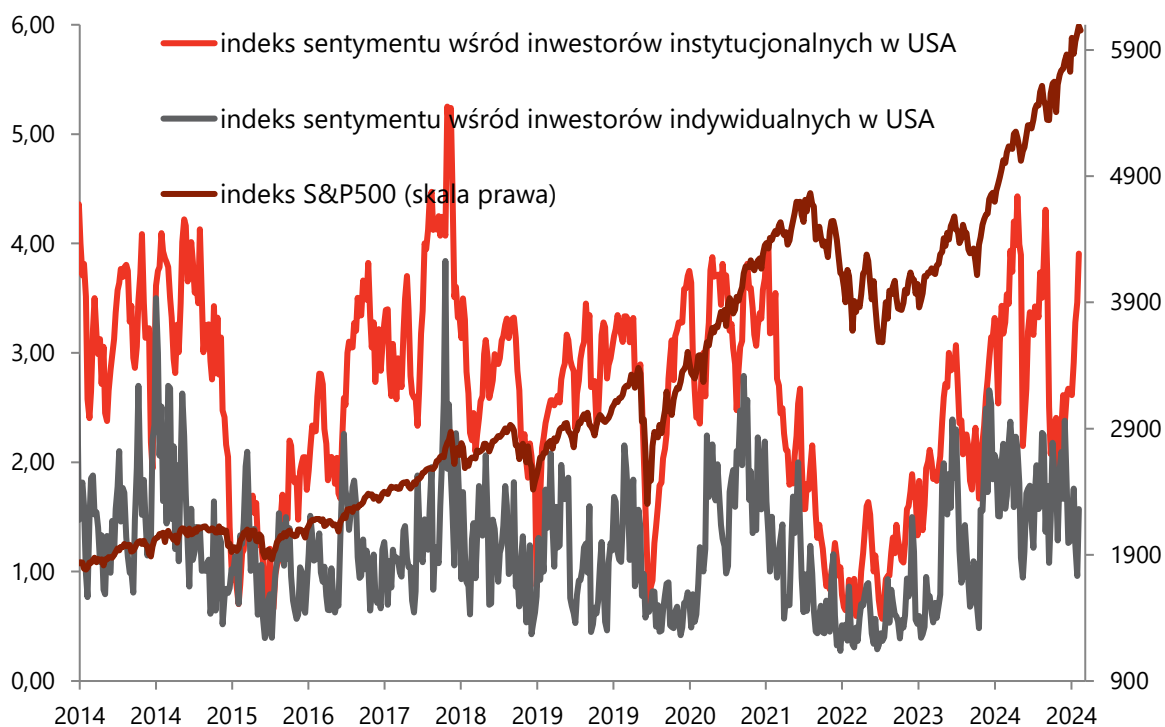


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Jeszcze w 2023 roku sprawczość tej siły można było przypisywać jedynie garstce spółek będących liderami rewolucji związanej ze sztuczną inteligencją. W tym roku fala hossy w USA rozlała się jednak zdecydowanie szerzej. Indeksy małych i średnich spółek, rosnące po niemal 20% (podobnie, jak przeciętna spółka z indeksu Russell 1000 z równymi wagami) wciąż ustępują prawie 30-proc. stopie zwrotu z S&P500 czy Nasdaq. Jest tak jednak tylko dlatego, że o ponad 180% wzrosła wartość akcji Nvidii, drugiej największej spółki świata.

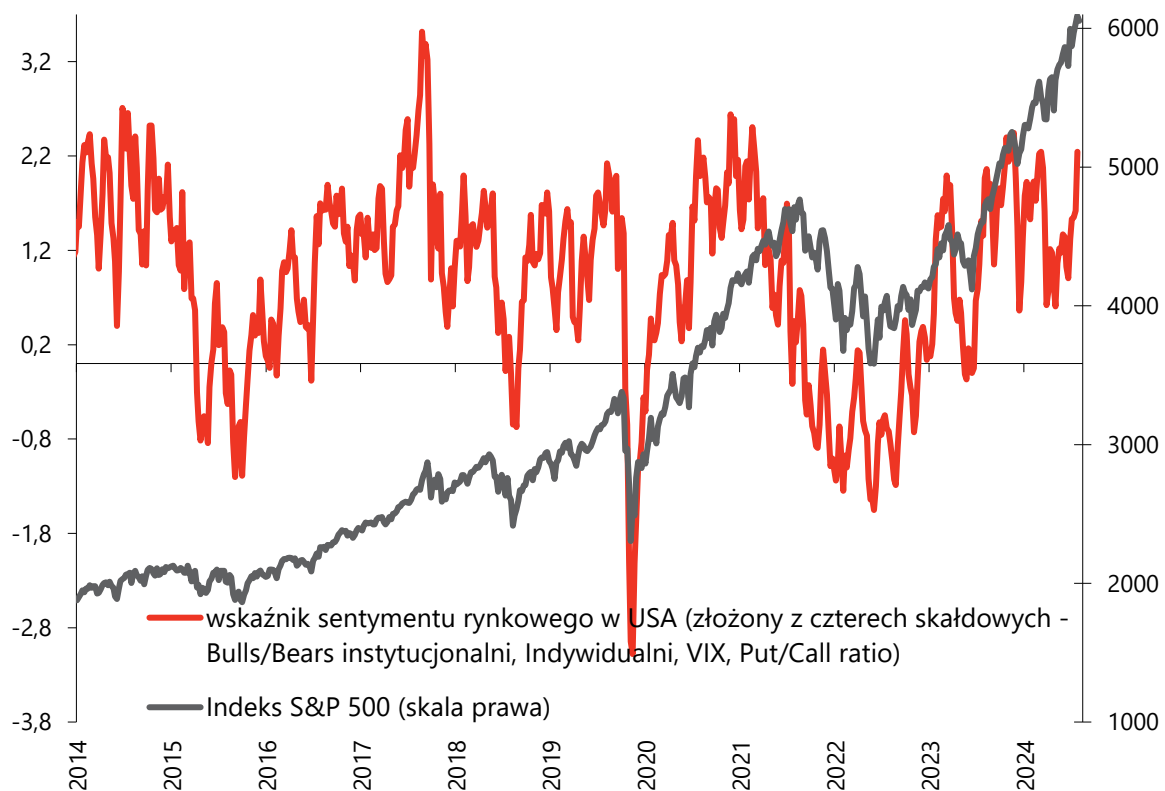
Wygrana Donalda Trumpa w wyborach prezydenckich jedynie wzmocniła trend demokratyzacji hossy na Wall Street i ugruntowała globalną hegemonię nowojorskiej giełdy. Listopadowy wystrzał amerykańskich indeksów zdecydowanie poprawił nastroje wśród inwestorów. Widać to zarówno po wysokim odsetku inwestorów instytucjonalnych byczo nastawionych do rynku akcji w USA, jak i rekordowo wysokim udziale konsumentów oczekujących kontynuacji wzrostów na Wall Street (ankieta Conference Board) (wykresy 3-5).

**Wykres 3: Po wyborach sentyment inwestorów instytucjonalnych zdecydowanie się poprawił.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 4: Indeks sentymentu rynkowego na Wall Street wrócił na szczyty.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

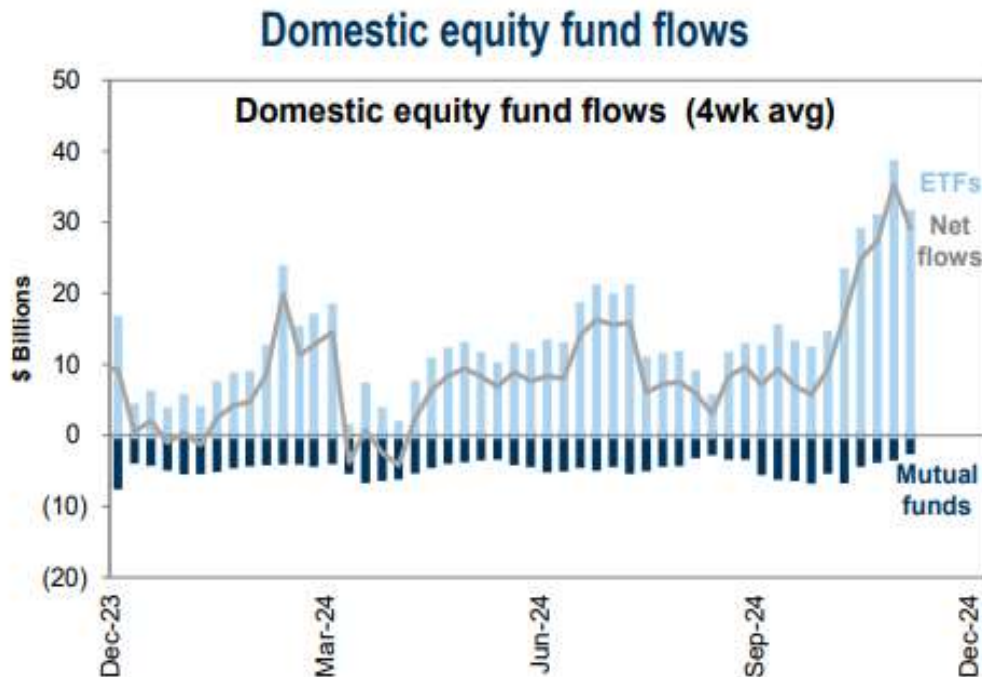
## Wykres 5: Na Wall Street z miesiąca na miesiąc przybywa optymistów, a ubywa pesymistów.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

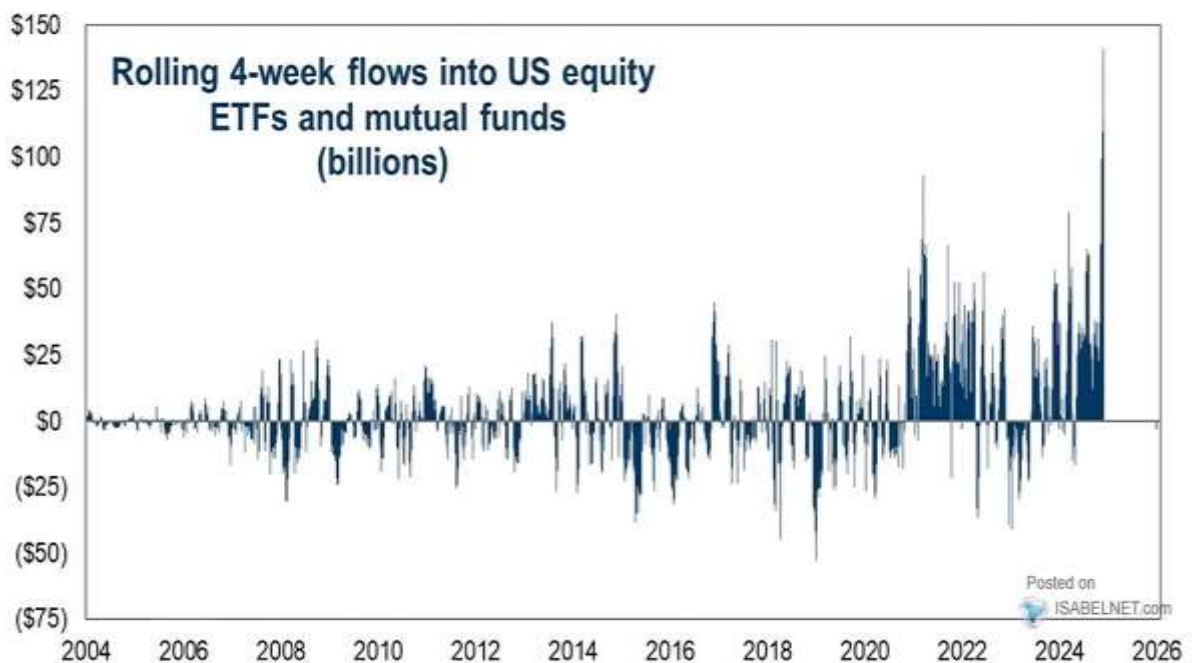
Ostatnie tygodnie to także bardzo silny napływ do amerykańskich funduszy akcyjnych, dynamiczny wzrost aktywów w lewarowanych funduszach grających na wyżki indeksów giełdowych oraz wyraźny wzrost przewagi wolumenu opcji kupna nad opcjami sprzedaży (wykresy 6-9). Co ciekawe, ten generalny wybuch optymizmu nie jest już specjalnie widoczny w często wykorzystywanym przez komentatorów indeksie Fear and Greed (F&G) publikowanym na stronie CNN Business. Jego neutralna pozycja, w momencie gdy indeks S&P500 kończył pierwszy tydzień grudnia nowym rekordem, może nieco dziwić (wykres 10-11). Jest to jednak konsekwencja konstrukcji tego wskaźnika i specyficznego zachowania amerykańskiego rynku w ostatnich kilku tygodniach. Z jednej strony bardzo wyraźny spadek oczekiwanej zmienności (indeks VIX), będący rezultatem zakończenia wyborczej niepewności, wskazywałby na powrót rynkowej chciwości (wykresy 12-13). Z drugiej jednak strony pojawiły się symptomy uznawane przy konstrukcji wskaźnika F&G za objawy strachu.

**Wykres 6: Ostatnie tygodnie przyniosły znaczący wzrost napływów do funduszy akcyjnych w USA.**



źródło: Goldman Sachs

**Wykres 7: W całym 2024 roku napływy do funduszy akcyjnych były wysokie.**



source: Goldman Sachs

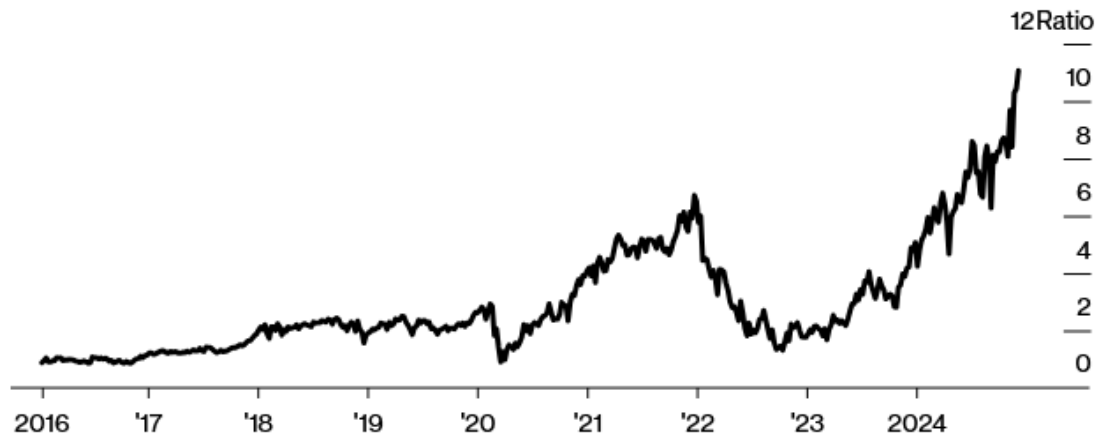
źródło: Goldman Sachs; [https://twitter.com/ISABELNET\\_SA](https://twitter.com/ISABELNET_SA)

**Wykres 8: Relacja aktywów lewarowanych funduszy grających na wzrosty i spadki rynków akcji urosła bardzo znacząco.**

### Bearish Bets Flop

Assets in leveraged long ETFs exceed inverse products by a record

✓ ETF Assets Leveraged Long/Short Products Ratio

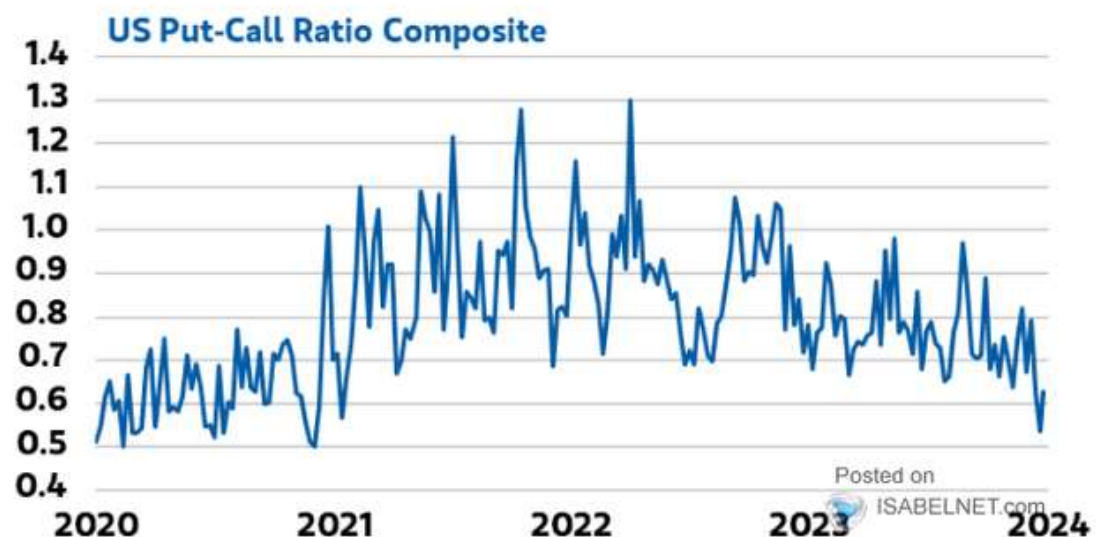


Source: Bloomberg

źródło: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-12-06/wall-street-s-risk-on-momentum-mania-has-bill-gross-on-the-alert?srnd=homepage-europe&sref=kRR0LXCQ>

**Wykres 9: Coraz mniej inwestorów obstawia spadki na rynkach akcji. Coraz więcej stawia na dalsze wzrosty.**

### Put-Call Ratio Has Fallen as Sentiment Improves



Source: Bloomberg as of Dec. 4, 2024

źródło: [https://twitter.com/ISABELNET\\_SA](https://twitter.com/ISABELNET_SA)

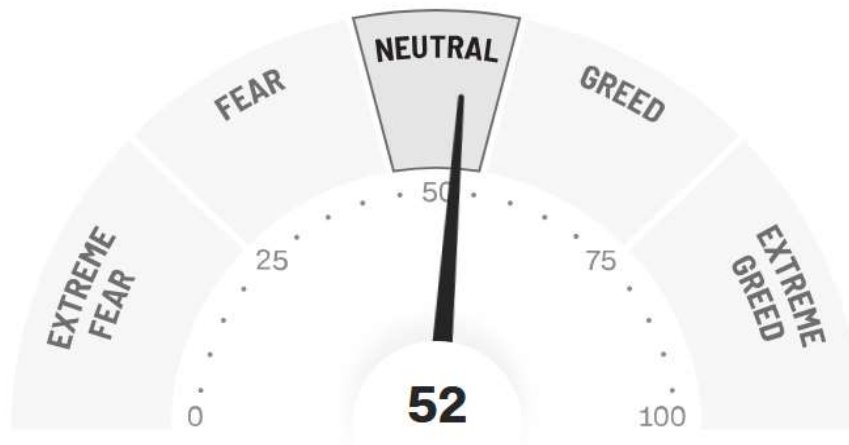


**Wykres 10: Pomimo nowych rekordów na Wall Street na początku grudnia, indeks Fear&Greed utrzymuje się na poziomie neutralnym.**

## Fear & Greed Index

What emotion is driving the market now?

[Learn more about the index](#)



Last updated Dec 11 at 5:49:32 PM ET

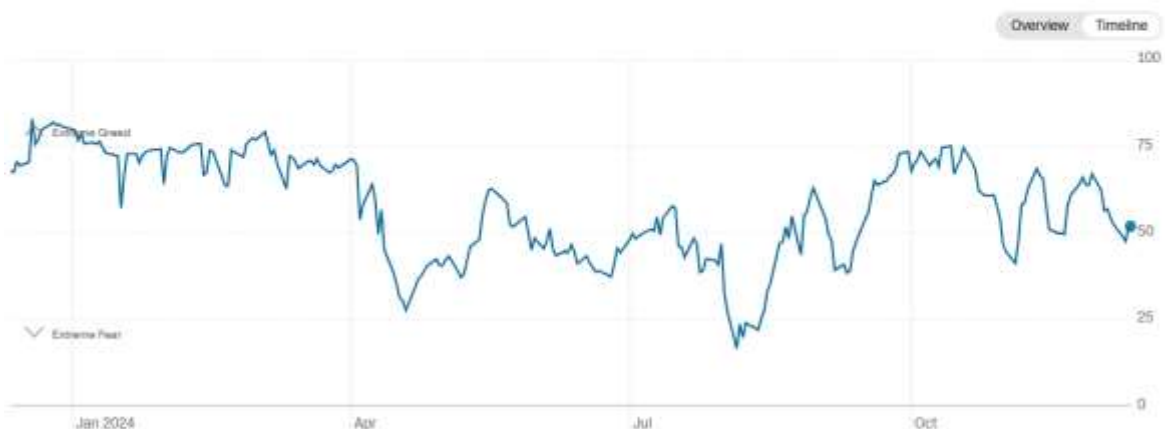
źródło: <https://edition.cnn.com/markets/fear-and-greed>

**Wykres 11: Według indeksu F&G trudno mówić o przesadnym entuzjazmie wśród inwestorów.**

## Fear & Greed Index

What emotion is driving the market now?

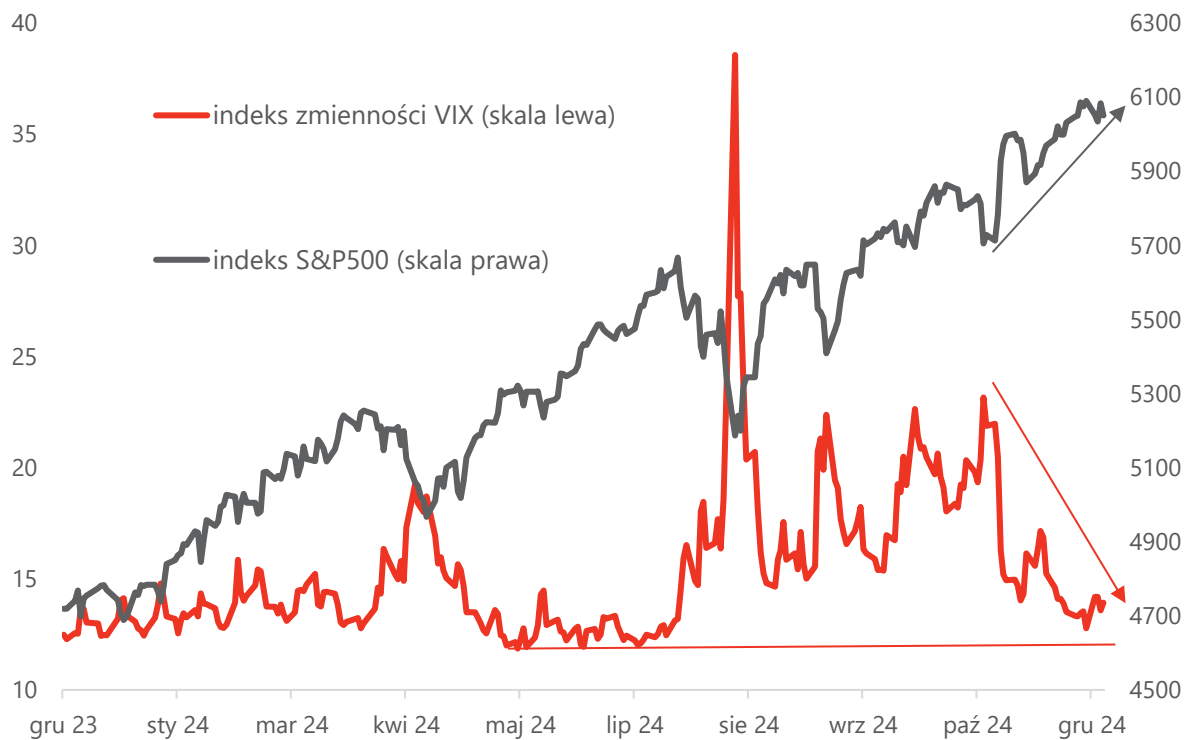
[Learn more about the index](#)



Last updated Dec 11 at 5:53:20 PM EST

źródło: <https://edition.cnn.com/markets/fear-and-greed>

**Wykres 12: Po zakończeniu wyborów w USA znacząco spadła niepewność i tym samym oczekiwana przez inwestorów zmienność (indeks VIX).**

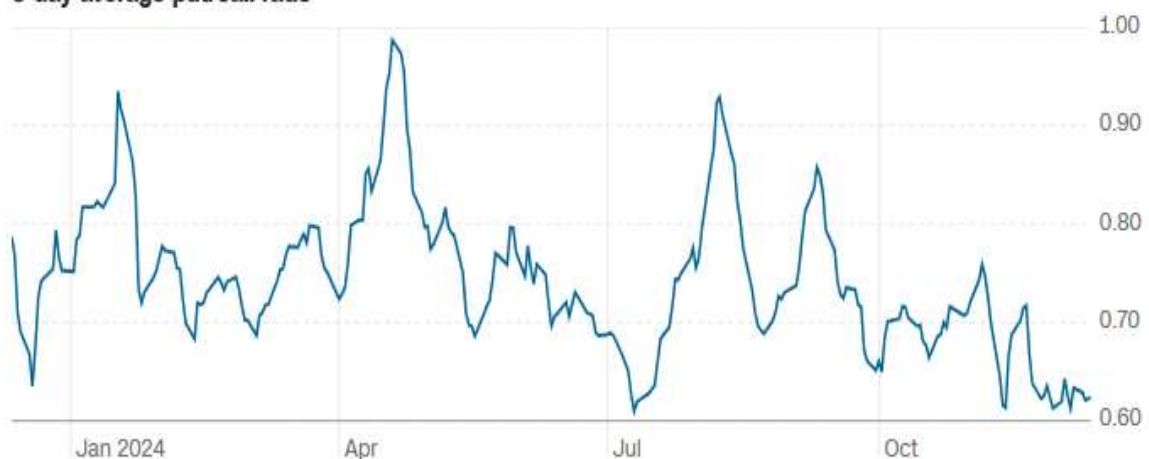


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 13: Pozycjonowanie inwestorów na rynku opcji na akcje wskazuje na znaczący optymizm.**

### PUT AND CALL OPTIONS

5-day average put/call ratio



Last updated Dec 11 at 4:28:20 PM EST

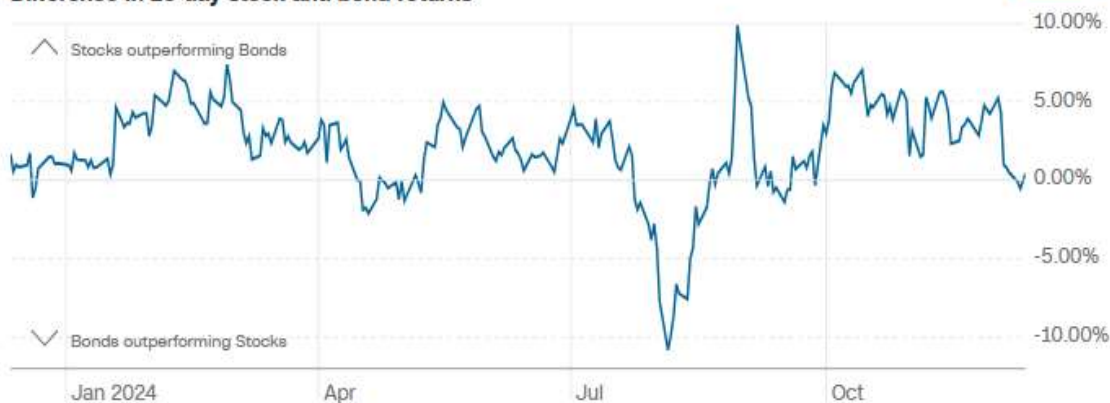
źródło: <https://edition.cnn.com/markets/fear-and-greed>

Od końca listopada mamy do czynienia z rynkowym otrzeźwieniem po początkowym szale kupowania mniejszych i średnich spółek, czy też sektorów mających być beneficjentami zmiany warty w Białym Domu. Szerokość rynku nieco się pogorszyła podczas grudniowej wspinaczki indeksu S&P500 na nowe szczyty. Obligacje korporacyjne typu *high yield* oddały nieco ze swojej powyborczej siły, a długoterminowe obligacje skarbowe w USA nawet zyskały (spadek rentowności) w relacji do rynku akcji (od końca listopada). W rezultacie połączenia tych sprzecznych wskazań dostaliśmy neutralny odczyt indeksu F&G, co można by teoretycznie potraktować jako brak ostrzeżenia przed przegrzaniem rynku na Wall Street (wykresy 14-17).

**Wykres 14: Od końca listopada akcje na Wall Street zatrzymały się, a rentowności obligacji nieco spadły.**

#### SAFE HAVEN DEMAND

Difference in 20-day stock and bond returns



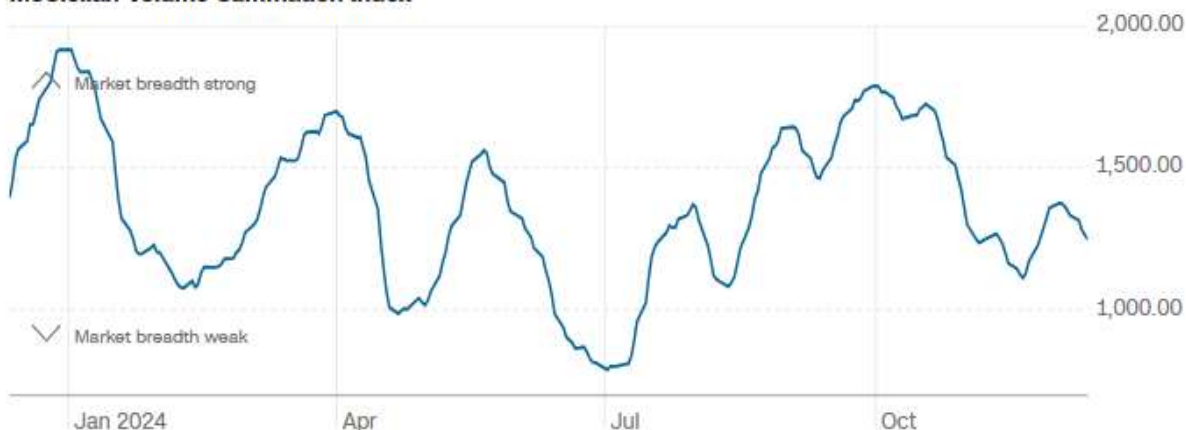
Last updated Dec 11 at 3:59:59 PM EST

źródło: <https://edition.cnn.com/markets/fear-and-greed>

**Wykres 15: Szerokość rynku nieco się pogorszyła na początku grudnia.**

#### STOCK PRICE BREADTH

McClellan Volume Summation Index



Last updated Dec 11 at 6:59:52 PM EST

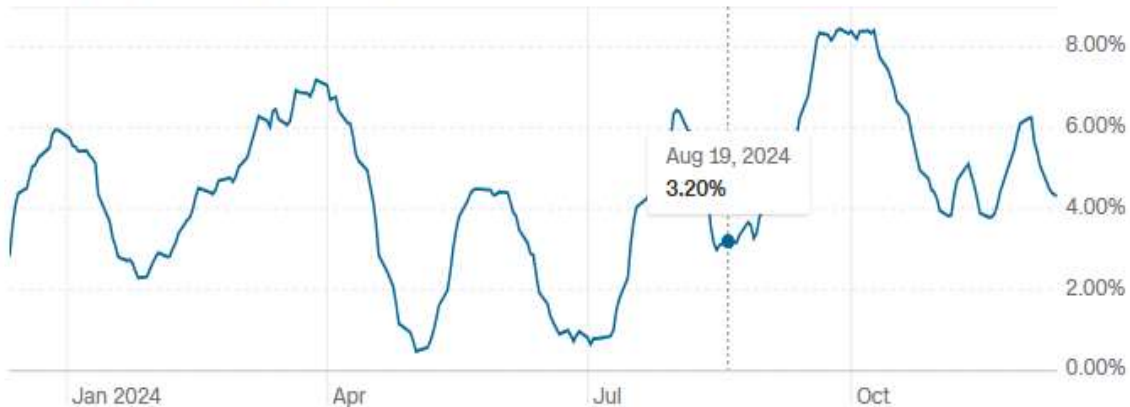
źródło: <https://edition.cnn.com/markets/fear-and-greed>

## Wykres 16: Od końca listopada wiele spółek odbiło się od swoich lokalnych szczytów.

### STOCK PRICE STRENGTH

Net new 52-week highs and lows on the NYSE

FEAR



Last updated Dec 11 at 6:59:48 PM EST

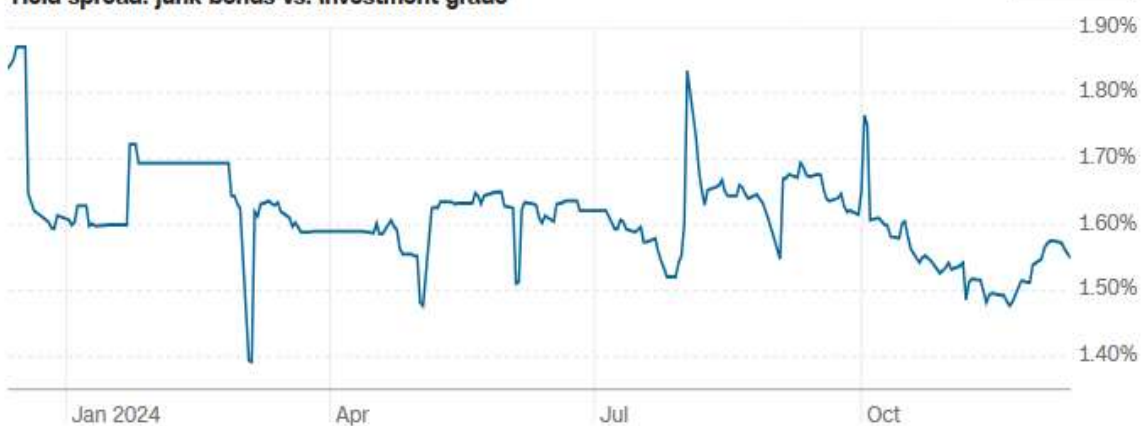
źródło: <https://edition.cnn.com/markets/fear-and-greed>

## Wykres 17: Po silnej reakcji na wynik wyborów, obligacje typu *high yield* oddały część zysków w relacji do innych obligacji.

### JUNK BOND DEMAND

Yield spread: junk bonds vs. investment grade

NEUTRAL



Note: The frequent drops of the yield spread on the Junk Bond Demand chart usually appear on the ex-dividend date. The spread typically bounces back after the dividend is paid and normalizes over time.

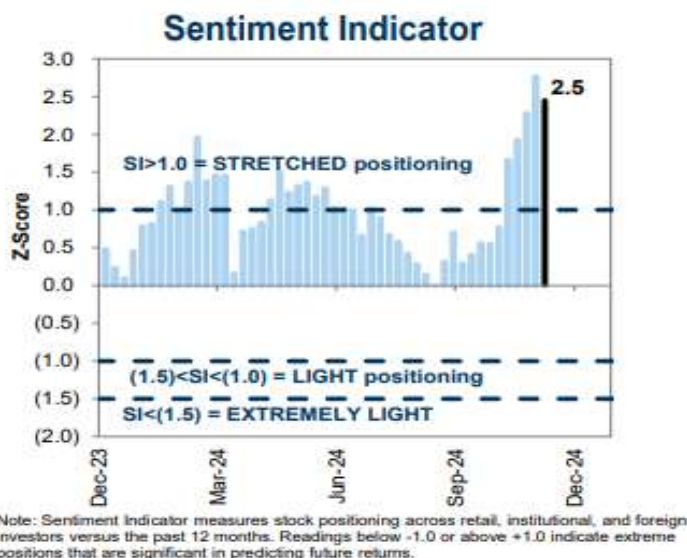
Last updated Dec 11 at 8:00:00 PM EST

źródło: <https://edition.cnn.com/markets/fear-and-greed>

Nie powinno nas to zniechęcać. Rzeczywiste pozycjonowanie inwestorów na rynku akcji w USA jest bardzo pozytywne albo nawet bardzo entuzjastyczne (wykresy 18-22). Co więcej, niektóre zachowania rynku i jego uczestników mogą przypominać rozbuchaną spekulację z końca 2021 roku (wykresy 23-24). Można do nich zaliczyć słabnącą szerokość rynku obligacji korporacyjnych typu *high yield*, a także spadający wolumen obrotów na rynku kontraktów

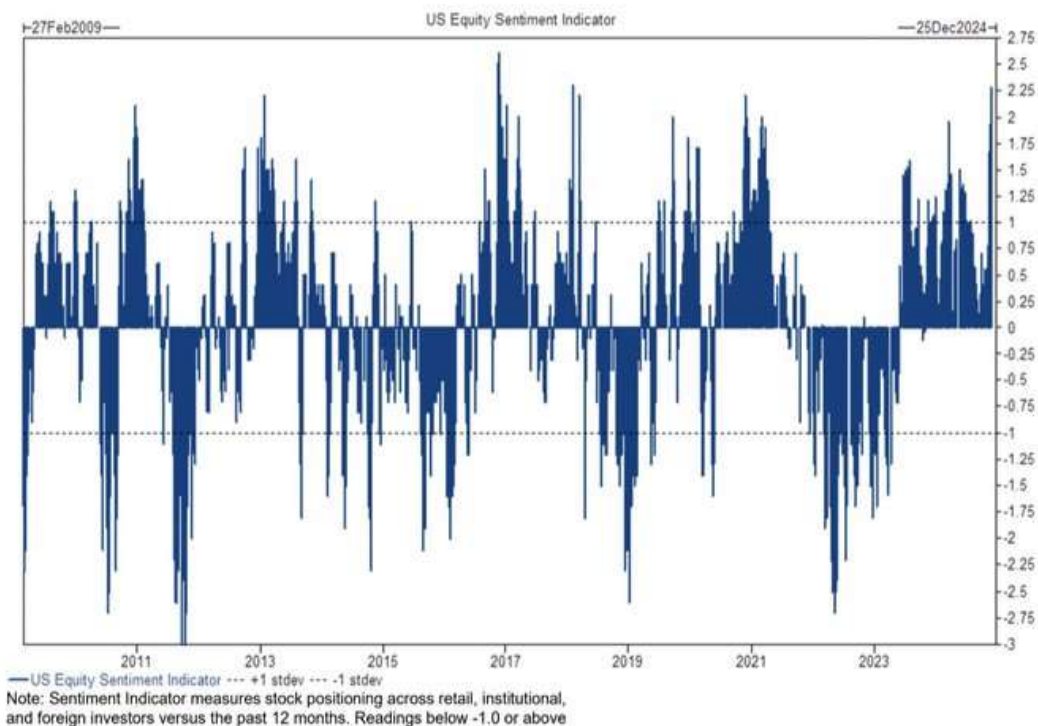
terminowych na indeks S&P500 (wykresy 25-26). Podobnie jak w końcu 2021 roku, tak i ostatnio stroną sprzedającą akcje podczas fali wzrostów okazali się głównie akcjonariusze i kadra menadżerska poszczególnych przedsiębiorstw (insiders) (wykresy 27-28).

**Wykres 18: Listopadowa wygrana Donalda Trumpa wyraźnie wsparła sentyment i pozycjonowanie inwestorów z różnych segmentów (detalicznych, zagranicznych, instytucjonalnych) na rynku akcji.**



źródło: Goldman Sachs

**Wykres 19: Dzisiejszy poziom wskaźnika sentymentu według Goldman Sachs zbliża się do historycznego maksimum.**



źródło: Goldman Sachs

**Wykres 20: Wyraźne przeważenie akcji w funduszach stosujących strategie algorytmiczne.**

Figure 21: Systematic strategies positioning



\*Weights based on explanatory power in regression of equity performance on indicators

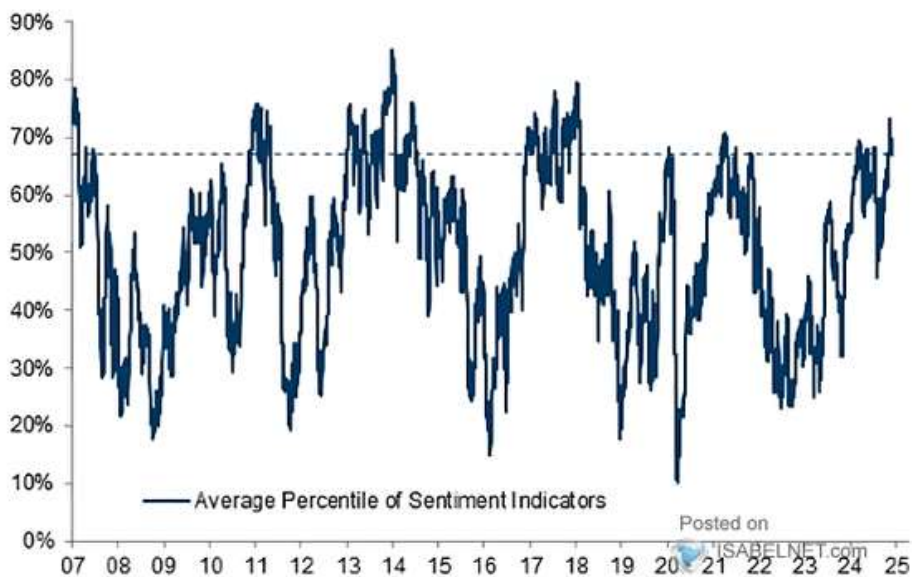
Source : Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Asset Allocation

źródło: Deutsche Bank ;[https://twitter.com/ISABELNET\\_SA](https://twitter.com/ISABELNET_SA)

**Wykres 21: Różne wskaźniki sentymentu pokazują wyraźnie pozytywne nastawienie inwestorów.**

Exhibit 36 : Average percentile of sentiment indicators

Data since 2007

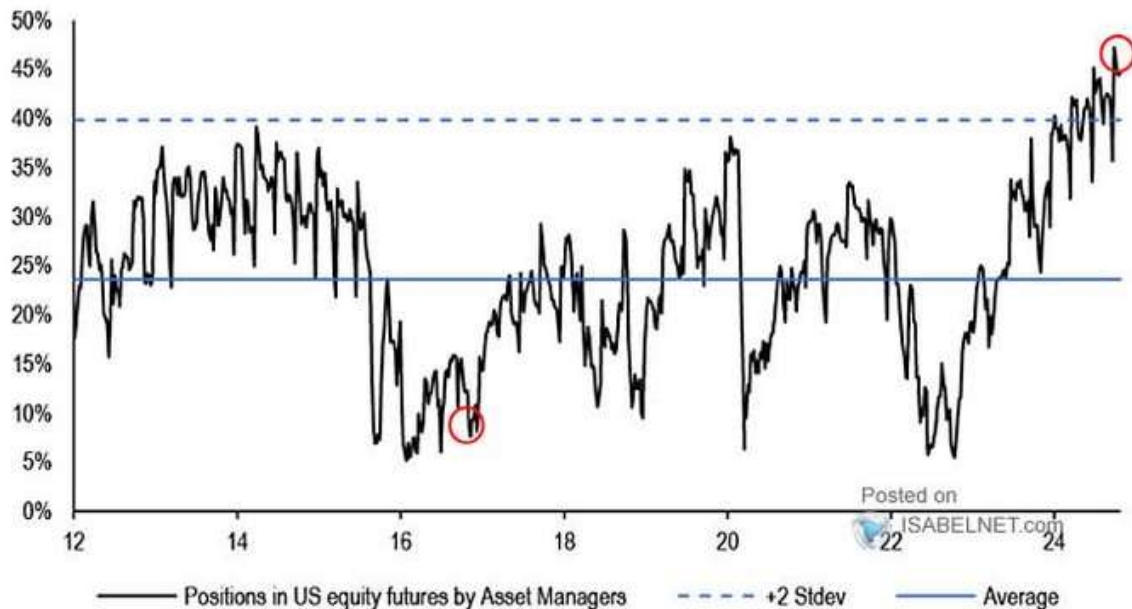


Source: Datastream, Haver Analytics, EPFR, Goldman Sachs Global Investment Research

źródło: Goldman Sachs; [https://twitter.com/ISABELNET\\_SA](https://twitter.com/ISABELNET_SA)

**Wykres 22: Pozycjonowanie zarządzających funduszami na rynku kontraktów terminowych na amerykańskie akcje.**

Figure 17: Positions in US equity futures by Asset Managers



Source: J.P. Morgan Flows and Liquidity Team

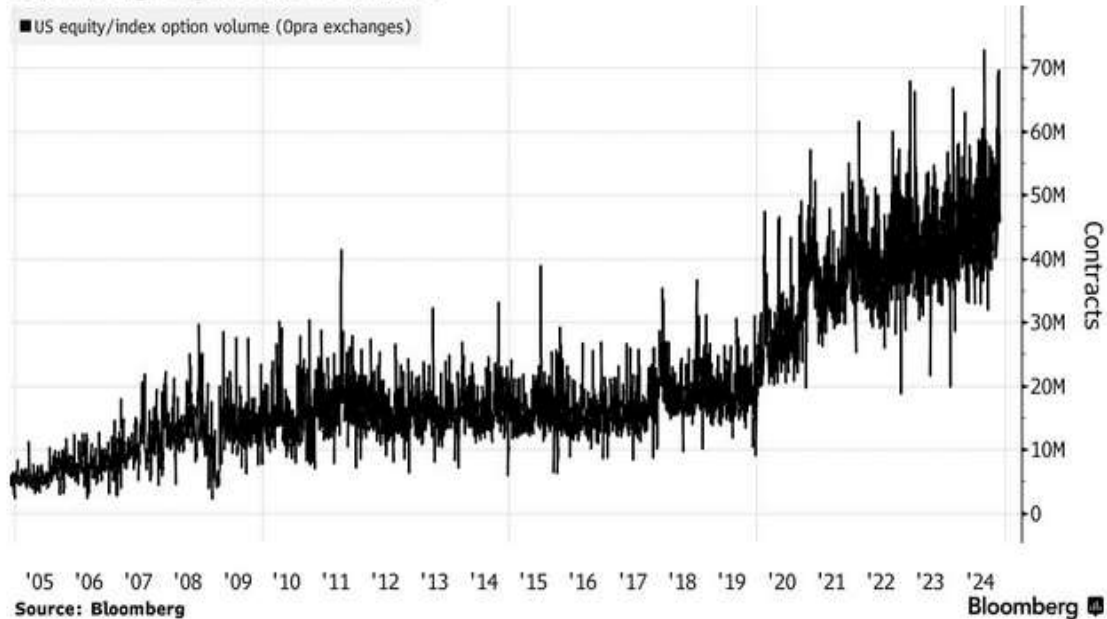
źródło: JP Morgan ;[https://twitter.com/ISABELNET\\_SA](https://twitter.com/ISABELNET_SA)

## Trump Set to Supercharge Options Boom Driven by Retail Investors

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-11-22/trump-set-to-supercharge-options-boom-driven-by-retail-investors?sref=kRR0LXCQ>

**Wykres 23: Indywidualni gracze coraz częściej wykorzystują rynek opcji jako narzędzie giełdowej spekulacji.**

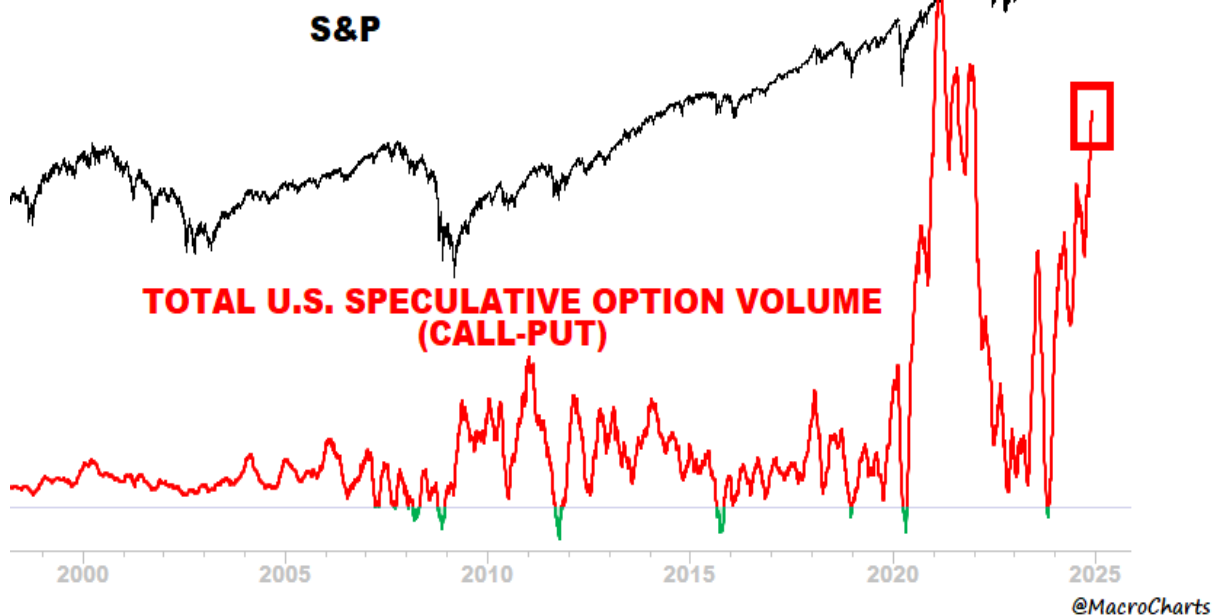
### Growing Options Volume



<https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-11-22/trump-set-to-supercharge-options-boom-driven-by-retail-investors?sref=kRR0LXCQ>

**Wykres 24: Pozycje spekulacyjne na rynku opcji mocno nastawione na dalsze wzrosty rynku akcji.**

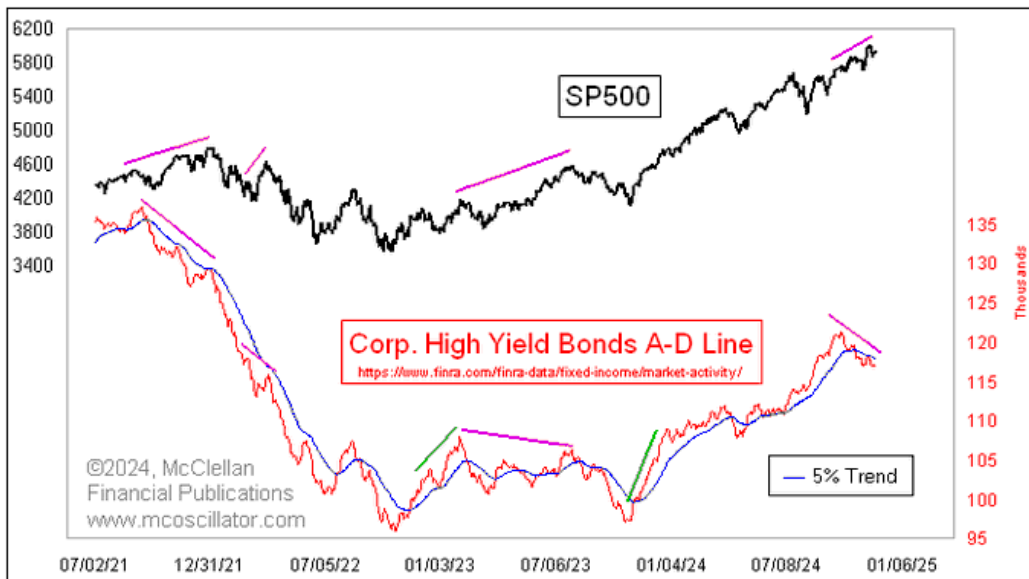
*\*After one of the best 12-month rallies ever, and with Stock flows & positioning near the most crowded levels in history, what if 2025 is more volatile than what everyone's grown accustomed to? Beware extreme complacency — especially when having a cautious view is considered deeply contrarian...*



źródło: <https://x.com/MacroCharts>

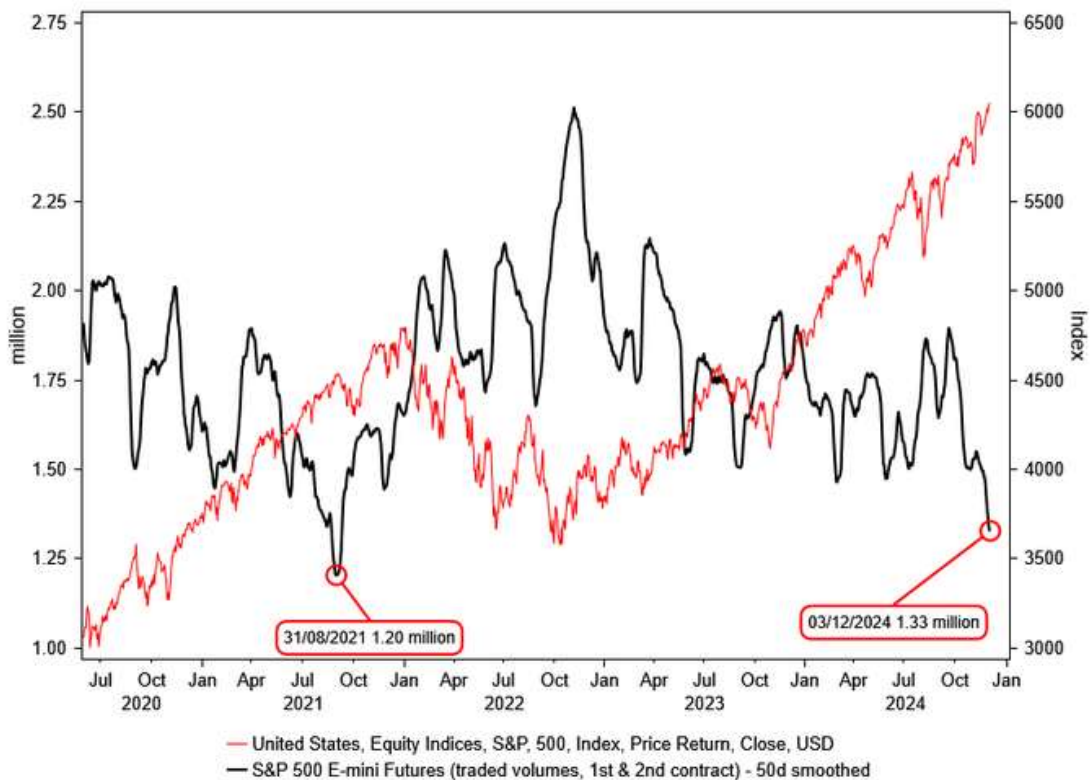


**Wykres 25: W ostatnich tygodniach wzrostowi na rynkach akcji towarzyszyło pogorszenie szerokości rynku w segmencie obligacji typu *high yield*. Podobnie było pod koniec 2021 roku.**



źródło: <https://x.com/McClellanOsc>

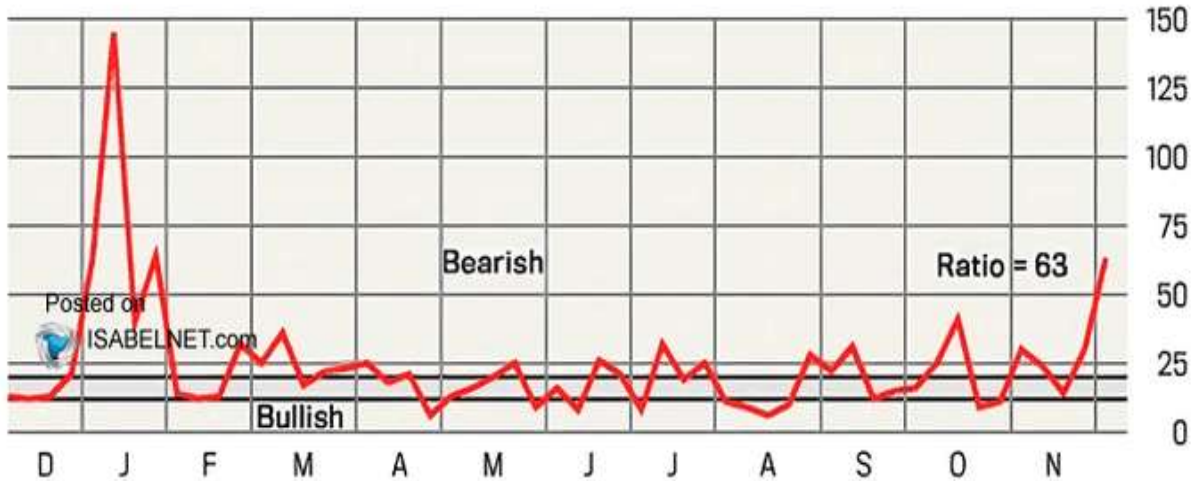
**Wykres 26: W ostatnich tygodniach wzrostem indeksu S&P500 towarzyszyło zmniejszanie się wolumenu transakcji na rynku kontraktów futures na indeks. Podobnie było w 2021 roku.**



źródło: <https://x.com/jessefelder>

**Wykres 27: Listopadowy wystrzał akcji na Wall Street został wykorzystany przez insiderów do sprzedawania akcji.**

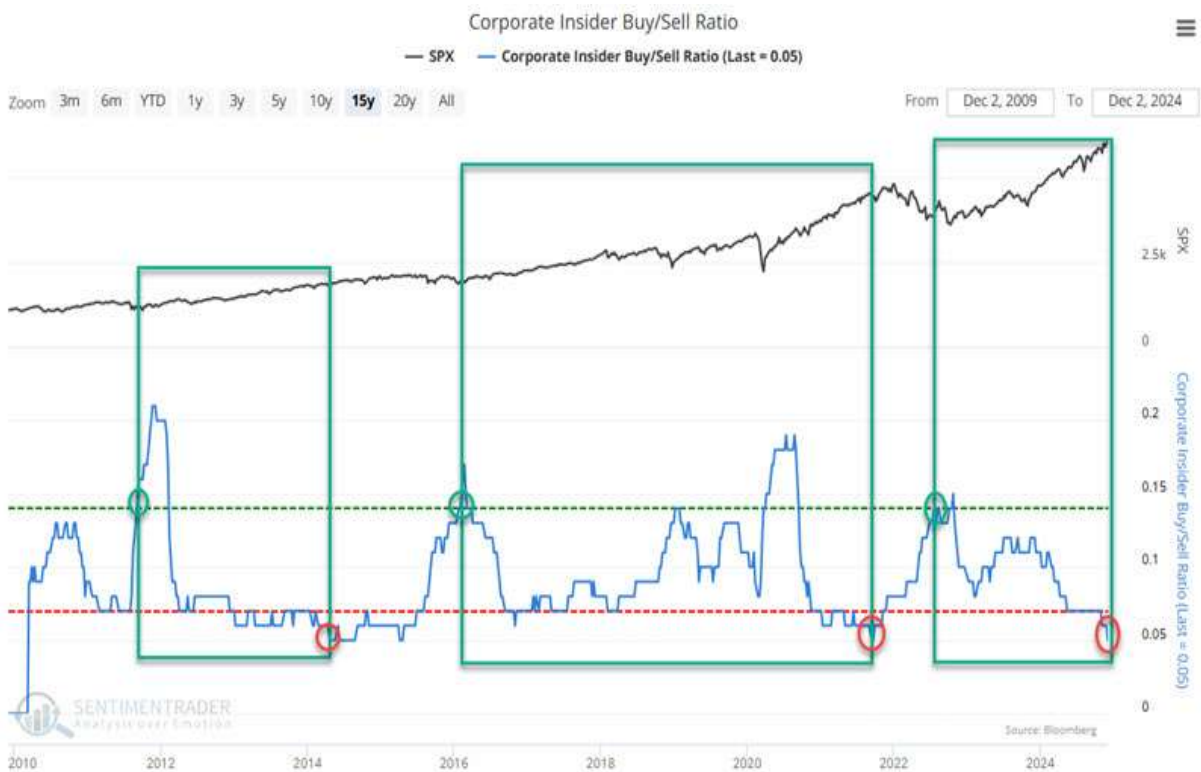
## Insider Transactions Ratio



Ratio of Insiders Sales to Buys. Readings under 12:1 are Bullish. Those over 20:1 are Bearish. The total top 20 sales and buys are 574,559,639 and 9,186,442 respectively; Source: LSEG Data and Analytics

źródło: [https://x.com/ISABELNET\\_SA](https://x.com/ISABELNET_SA)

**Wykres 28: Przewaga sprzedających akcje insiderów nad kupującymi miała miejsce także pod koniec 2021 roku.**



źródło: <https://sentimentrader.com/blog>

Najbardziej spektakularne podobieństwo tegorocznej powyborczej euforii i ostatnich tygodni pandemicznej fali hossy (2020-21) widać jednak na rynku kryptowalut. Jednym z głównych rozgrywających jest tu firma Microstrategy, do której należy ponad 2% zasobów Bitcoina, wartych dziś około 40 mld dolarów. Giełdowa wycena tej firmy, której podstawowa działalność generuje jedynie 0,5 mld dolarów przychodów i to ze znikomym zyskiem, wynosi 85 mld dolarów. Jak wyjaśnia charyzmatyczny szef tej spółki Michael Saylor, ta na pozór absurdalna premia w wycenie jest uzasadniona stosowaniem inteligentnej strategii lewarowania z wykorzystaniem obligacji zamiennych na akcje. Przyznaję, że mogę nie rozumieć zawiłości tej strategii, która od marca bieżącego roku do dziś zdołała wytworzyć (w gruncie rzeczy z niczego) ponad 40 mld dolarów, ale ważne jest to, że uwierzyło w nią wielu inwestorów i analityków (wykres 29). Po raz ostatni równie łatwo było generować wirtualną wartość podczas hossy na rynku niewymienialnych tokenów (NFT) w 2021 roku.



## MicroStrategy's 'Nav Premium' Shouldn't be Feared, Says Benchmark, Raising Price Target to \$245

Zamkni

<https://finance.yahoo.com/news/microstrategys-nav-premium-shouldnt-feared-152629425.html>

# 'Selling \$1 bills for \$3': Why bond buyers and equity investors can't get enough of bitcoin-obsessed MicroStrategy

Analysis by [James Faris](#) Dec 7, 2024, 10:30 AM GMT+1

[Share](#) [Save](#)

<https://www.businessinsider.com/microstrategy-bitcoin-100000-michael-saylor-crypto-markets-investing-strategy-analysis-2024-12?IR=T>

## Why Michael Saylor sees bitcoin soaring to \$13 million by 2045

[Matthew Fox](#) Nov 22, 2024, 6:26 PM GMT+1

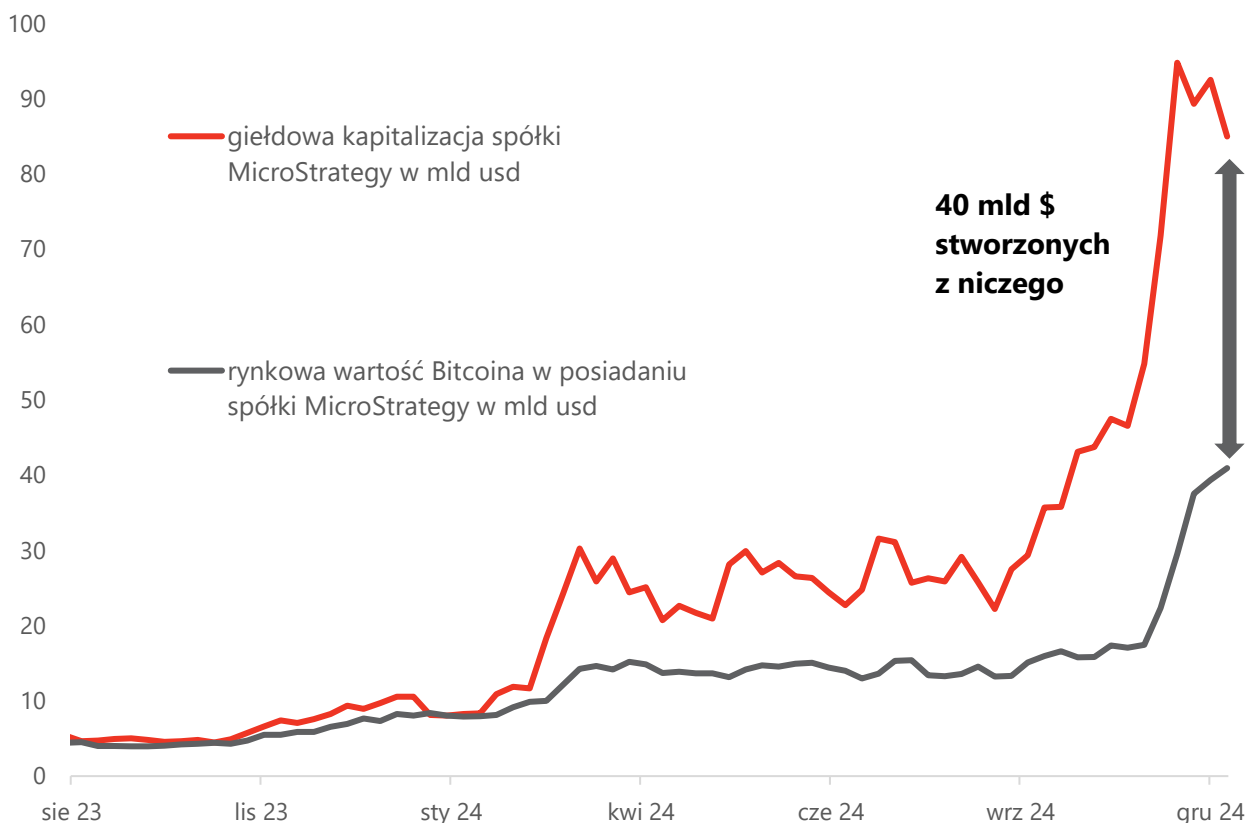
[Share](#) [Save](#)

<https://markets.businessinsider.com/news/currencies/michael-saylor-sees-bitcoin-soaring-13-million-by-2045-microstrategy-2024-11>

## MicroStrategy Is a Strategic Buy to Capitalize on Bitcoin's Outperformance

<https://finance.yahoo.com/news/microstrategy-strategic-buy-capitalize-bitcoin-174706028.html>

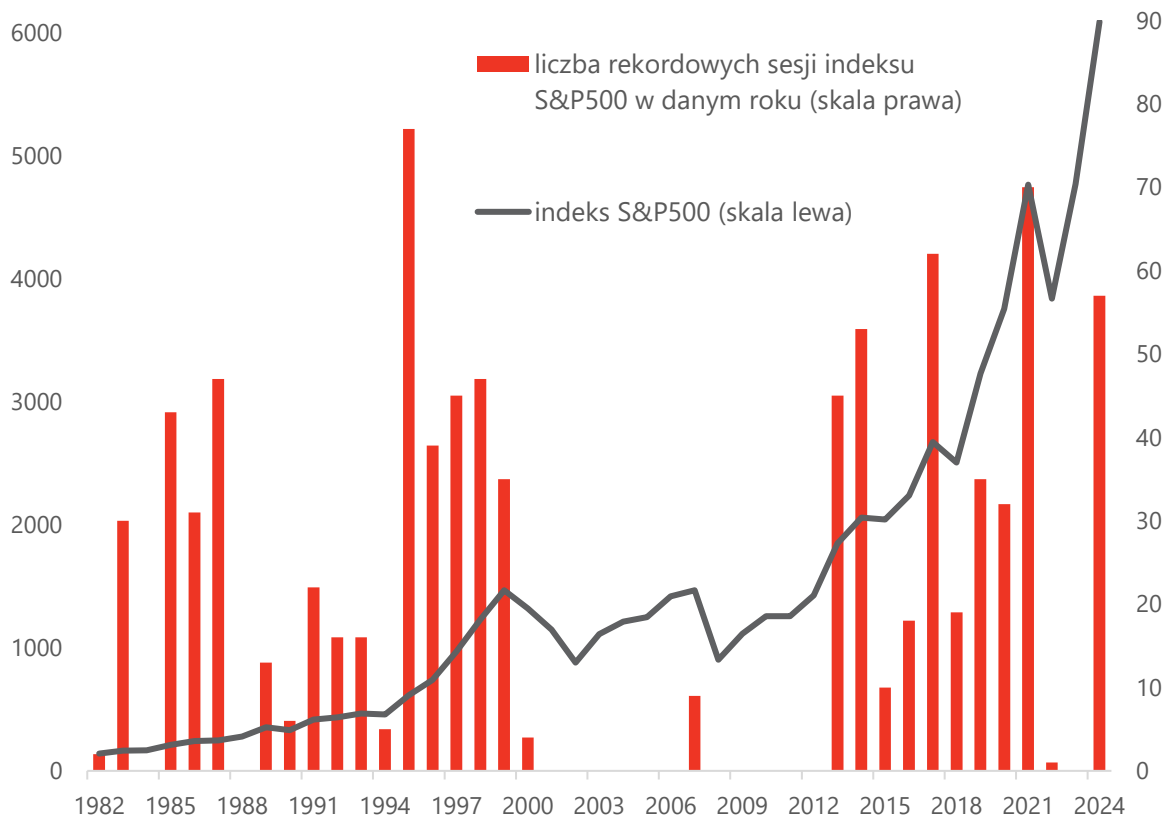
**Wykres 29: Po dwóch latach wzrostów na Wall Street duch spekulacji odżywa. W 2024 roku można stworzyć coś z niczego, podobnie jak w 2021 roku.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Biorąc to wszystko pod uwagę nie da się zupełnie wykluczyć, że tegoroczna pogoń za kolejnymi rekordami indeksu S&P500 (do 11 grudnia było ich 57) skończy się tak, jak jej poprzedniczka z 2021 roku (70 rekordowych sesji), czyli ostatnim zrywem na pierwszej sesji w Nowym Roku (wykres 30). Mam jednak nadzieję, że tak się nie stanie, a ogłoszony właśnie sukces firmy Google, która stworzyła procesor kwantowy o nazwie Willow, będzie raczej wzmocnieniem i przyspieszaniem rewolucji AI niż niewypałem w stylu zapowiedzianej (pod koniec 2021 roku) przez Marka Zuckerberga ery Metaversu.

**Wykres 30: Ostatnim razem, gdy indeks S&P500 wielokrotnie bił rekordy notowań (w 2021 roku), kolejny rok okazał się trudny dla rynków akcji.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

## Alphabet Stock Jumps After Google Touts 'Breakthrough' Quantum Chip

By **ANDREW KESSEL** Published December 10, 2024 04:47 PM EST

<https://www.investopedia.com/alphabet-stock-jumps-google-touts-breakthrough-quantum-chip-willow-8759223>

# Google's breakthrough Willow chip means we'll get useful quantum computers sooner than some people thought

BY **MARCO QUIROZ-GUTIERREZ**

December 11, 2024 at 7:18 AM GMT+1



<https://fortune.com/2024/12/11/google-willow-chip-quantum-computing/>

## Has Google Turned A Corner In Quantum And AI Computing?

**Karl Freund** Contributor

*Founder and Principal Analyst, Cambrian-AI Research LLC*

Follow



Dec 11, 2024, 04:51pm EST

<https://www.forbes.com/sites/karlfreund/2024/12/11/has-google-turned-a-corner-in-quantum-and-ai-computing-/>

Zdecydowanie bliżej mi do uznania, że to raczej trzy wcześniejsze epizody równie częstego świętowania nowych szczytów, jak mijający właśnie rok, czyli lata 1964, 1995 i 2018, są właściwym wzorcem do porównań. W każdym z tych przypadków hossa była kontynuowana w kolejnym roku (a nawet latach) (wykres 31). Spekulacja spekulacją, nastroje nastrojami, ale dłuższe trendy na rynkach akcji, czy obligacji budują fundamenty – spółek i gospodarki. Najlepiej widać to na przykładzie niemieckiej giełdy i gospodarki. Trwająca od dwóch lat ekonomiczna słabość naszego zachodniego sąsiada, widoczna przede wszystkim w stagnacji PKB, zapaści w przemyśle oraz wzroście bezrobocia, nie przekłada się na główny indeks frankfurckiej giełdy (wykresy 32-34). Co więcej, indeks DAX ściga się w tym roku z indeksem S&P500 nie tylko pod względem nominalnej stopy zwrotu (21% do 27%), ale też liczbą sesji z ustanowionymi rekordami notowań (43 względem 57) (wykres 35).

**Wykres 31: Przykłady z lat 1964, 1995 i 2018 z wysoką liczbą nowych szczytów na indeksie S&P500, wskazują na kontynuację hossy w kolejnym roku.**

S&P 500 Index: Number of All-Time Highs (1929 - 2024)					
Year	# ATH	Year	# ATH	Year	# ATH
1929	45	1949	0	1969	0
1930	0	1950	0	1970	0
1931	0	1951	0	1971	0
1932	0	1952	0	1972	32
1933	0	1953	0	1973	3
1934	0	1954	27	1974	0
1935	0	1955	49	1975	0
1936	0	1956	14	1976	0
1937	0	1957	0	1977	0
1938	0	1958	24	1978	0
1939	0	1959	27	1979	0
1940	0	1960	0	1980	24
1941	0	1961	53	1981	0
1942	0	1962	0	1982	2
1943	0	1963	12	1983	30
1944	0	1964	65	1984	0
1945	0	1965	37	1985	43
1946	0	1966	9	1986	31
1947	0	1967	14	1987	47
1948	0	1968	34	1988	0
				1989	13
				1990	6
				1991	22
				1992	18
				1993	16
				1994	5
				1995	77
				1996	39
				1997	45
				1998	47
				1999	35
				2000	4
				2001	0
				2002	0
				2003	0
				2004	0
				2005	0
				2006	0
				2007	9
				2008	0
				2009	0
				2010	0
				2011	0
				2012	0
				2013	45
				2014	53
				2015	10
				2016	18
				2017	62
				2018	19
				2019	36
				2020	33
				2021	70
				2022	1
				2023	0
				2024	57

**CREATIVE PLANNING** @CharlieBilello *Note: Closing Prices as of 12/6/24*

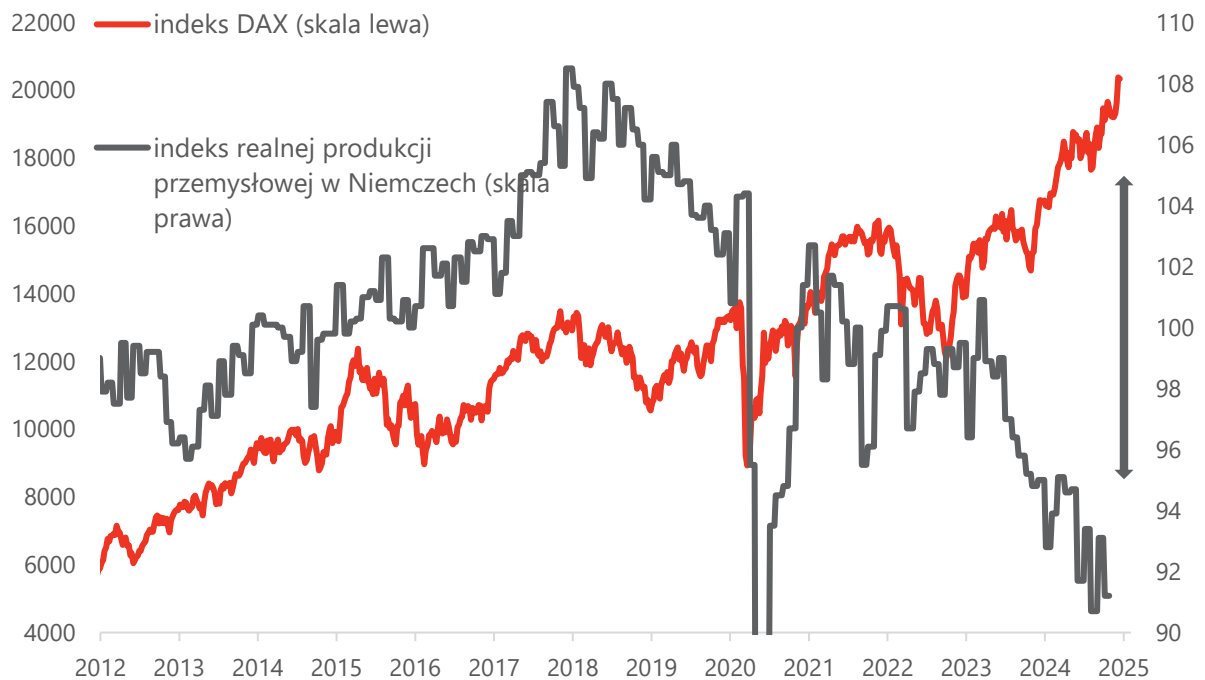
źródło: <https://x.com/charliebilello>

**Wykres 32: Niemiecki PKB od dwóch lat praktycznie nie uległ zmianie.**



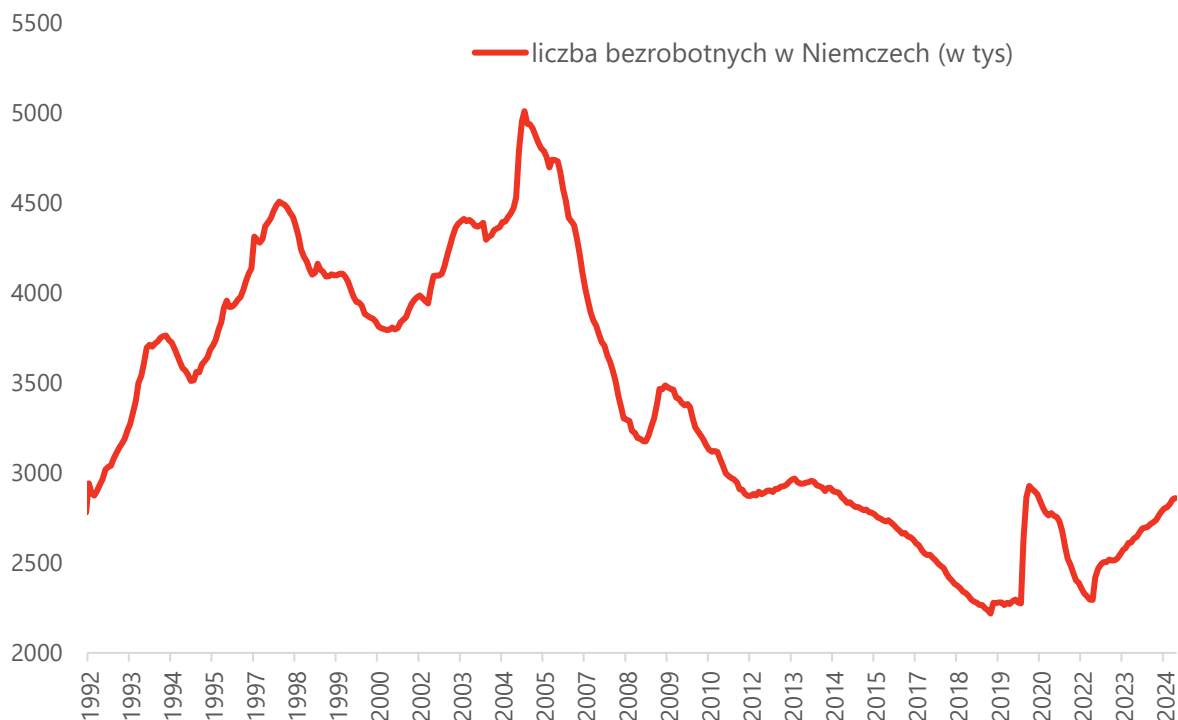
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 33: Szczególnie słabo zachowuje się niemiecki przemysł co jednak nie przeszkadza we wzrostach indeksu DAX.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 34: Liczba bezrobotnych w Niemczech rośnie systematycznie od dwóch lat i zrównała się właśnie ze szczytem ustanowionym podczas pandemicznego krachu w gospodarce.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne



**Wykres 35: Indeks DAX goni indeks S&P500 w liczbie ustanowionych w tym roku rekordów.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wskaźniki gospodarcze nie usprawiedliwiają takiego zachowania niemieckiego indeksu akcji. Jeśli jednak spojrzymy na wyniki generowane przez pięć największych firm z indeksu DAX (SAP, Siemens, Allianz, Deutsche Telecom, MunichRe) stanowiących łącznie niemal 50% jego składu, zagadkowa siła czołowego indeksu frankfurckiego przestaje zaskakiwać (wykresy 36-41). Gospodarczą słabość Niemiec widać natomiast w zachowaniu mniejszych i średnich spółek, których wyniki odbiegają od dokonań pięciu liderów z indeksu DAX. Stąd też relatywna słabość tego segmentu w stosunku do dużych spółek na niemieckiej giełdzie (wykres 42). Nawet w przypadku mniejszych firm trudno jednak doszukać się prawdziwych objawów recesji. Co więcej, analityczne prognozy na kolejne dwa lata wskazują dokładnie to samo, co w USA, czyli znaczącą poprawę wyników (wykres 43).

**Wykres 36: Notowania akcji spółki SAP na tle generowanych przez nią zysków.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 37: Notowania akcji spółki Siemens na tle generowanych przez nią zysków.**



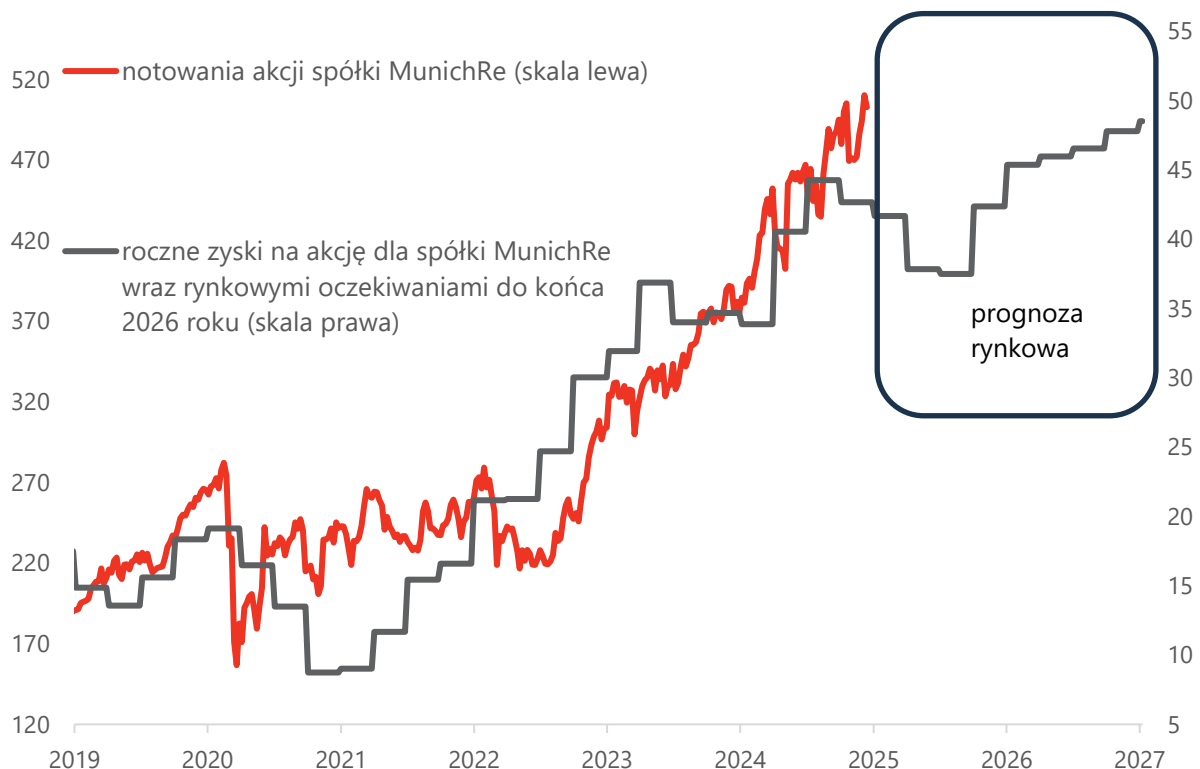
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 38: Notowania akcji spółki Allianz na tle generowanych przez nią zysków.**



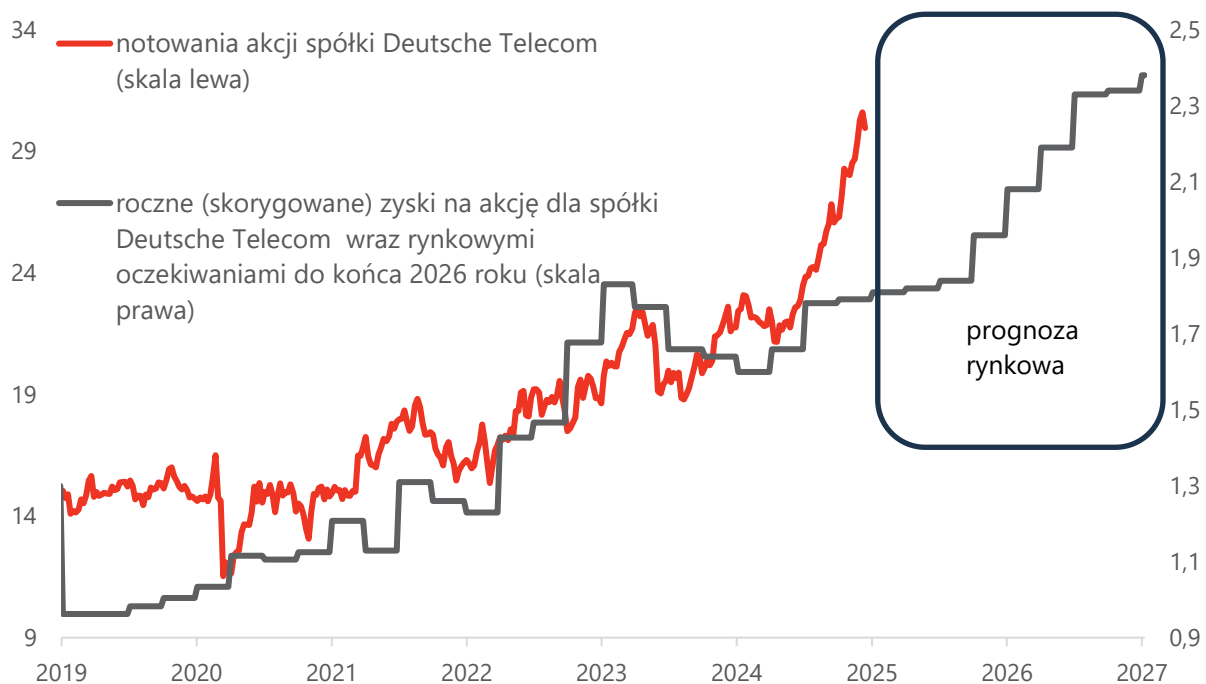
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 39: Notowania akcji spółki MunichRe na tle generowanych przez nią zysków.**



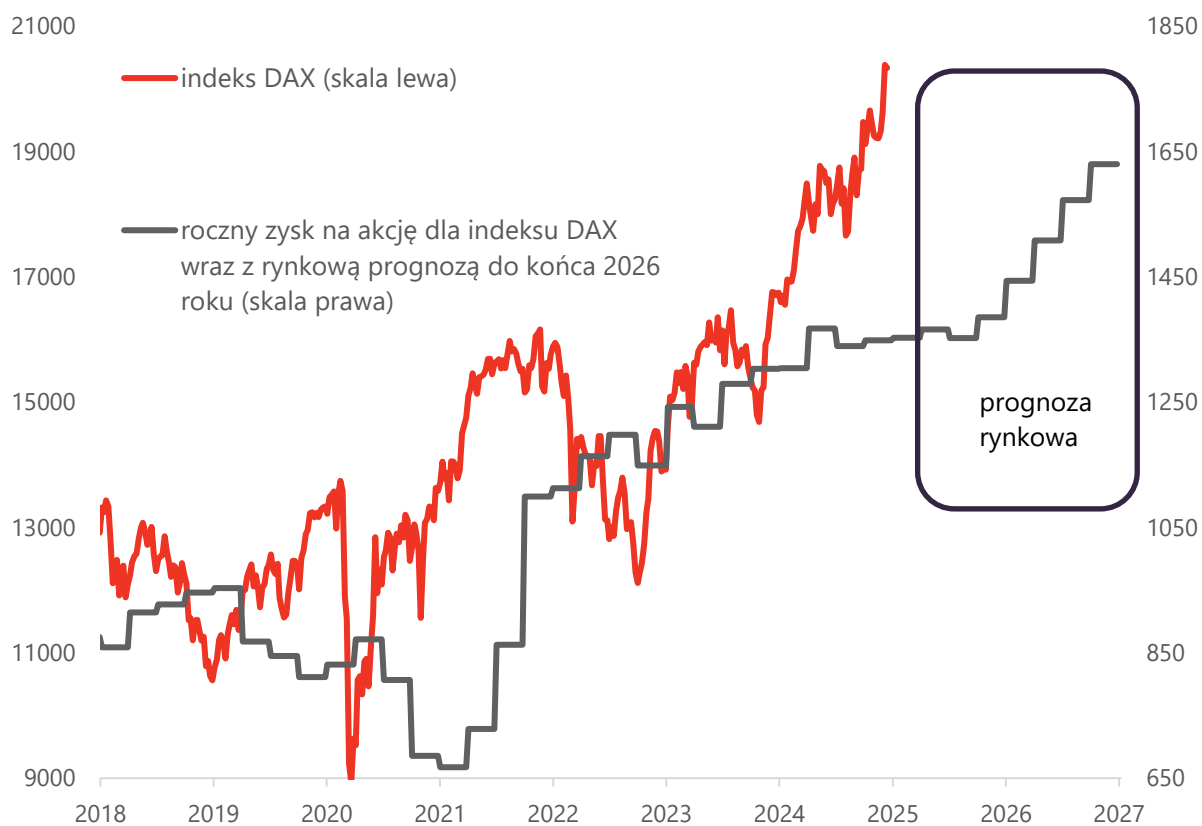
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 40: Notowania akcji spółki Deutsche Telecom na tle generowanych przez nią zysków.**



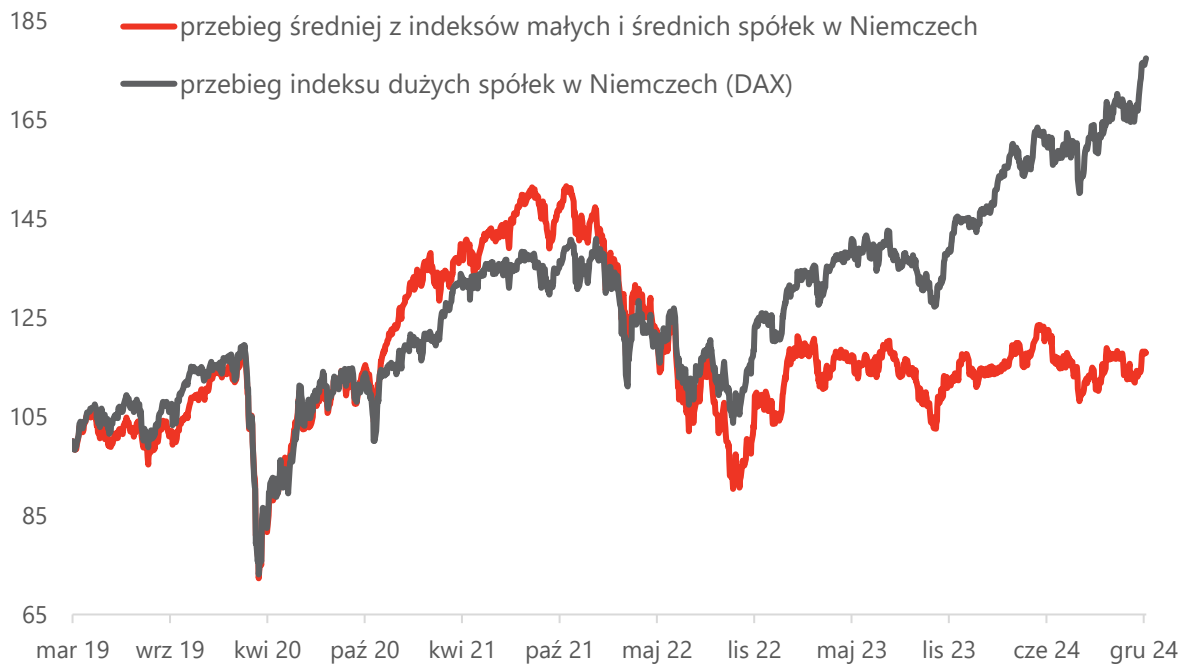
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 41: Notowania indeksu DAX na tle zysków na jednostkę indeksu.**



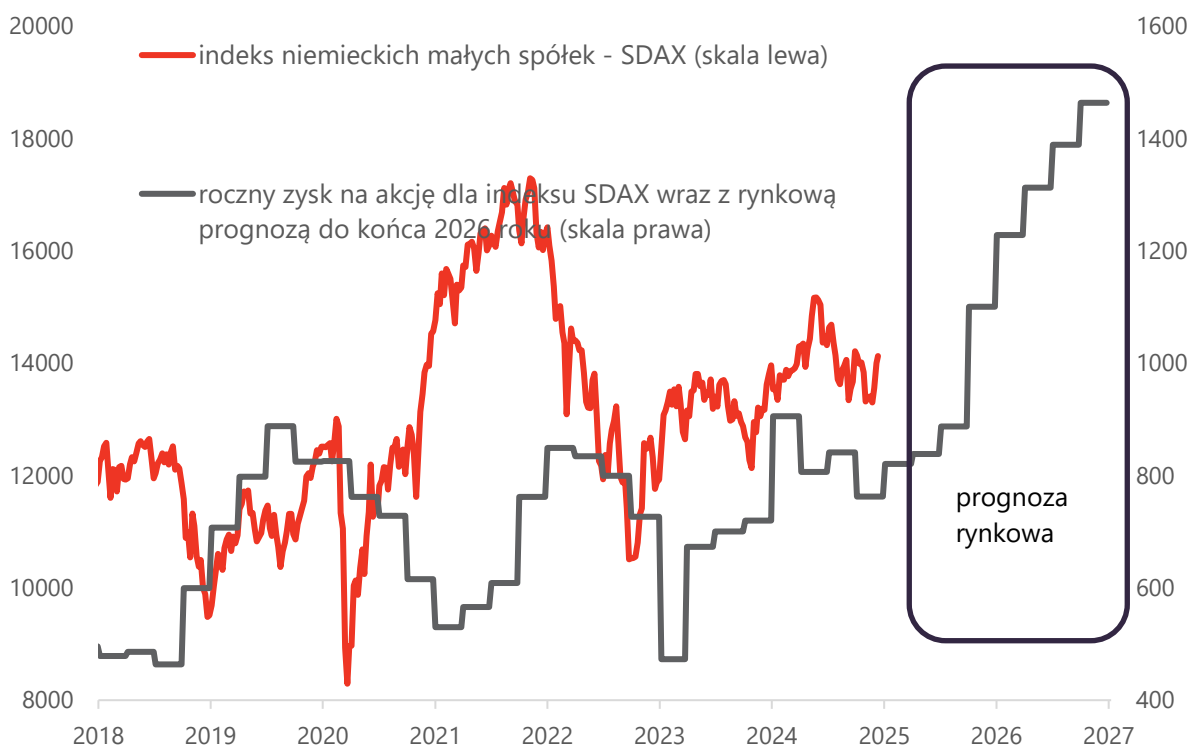
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 42: Małe i średnie spółki w Niemczech zachowują się na giełdzie zdecydowanie słabiej niż duże firmy.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 43: Podobnie jak w USA inwestorzy w Niemczech liczą na wyraźną poprawę wyników finansowych w segmencie mniejszych firm w latach 2025-26.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Podobny schemat (słabe wyniki dziś, lepsze jutro) ma miejsce także na paryskiej giełdzie, niemal najszabszym w tym roku, rynku akcji w Europie Zachodniej (wykres 44). W tym przypadku zabrakło obecnych w Niemczech liderów ciągnących cały rynek. Wręcz przeciwnie – rynkowi ciążyły cierpiący przez słabość chińskiego konsumenta sektor dóbr luksusowych (LVMH, Kering), czy też petrochemiczny gigant TotalEnergis. Dodając do tego narastający już od czerwcowych wyborów do Parlamentu Europejskiego kryzys polityczny we Francji, który (na początku grudnia) wszedł w nową fazę po upadku rządu premiera Barniera, otrzymujemy mało zachęcający inwestycyjnie obraz.



## Fall of government leaves France without clear path to cutting deficit -S&P

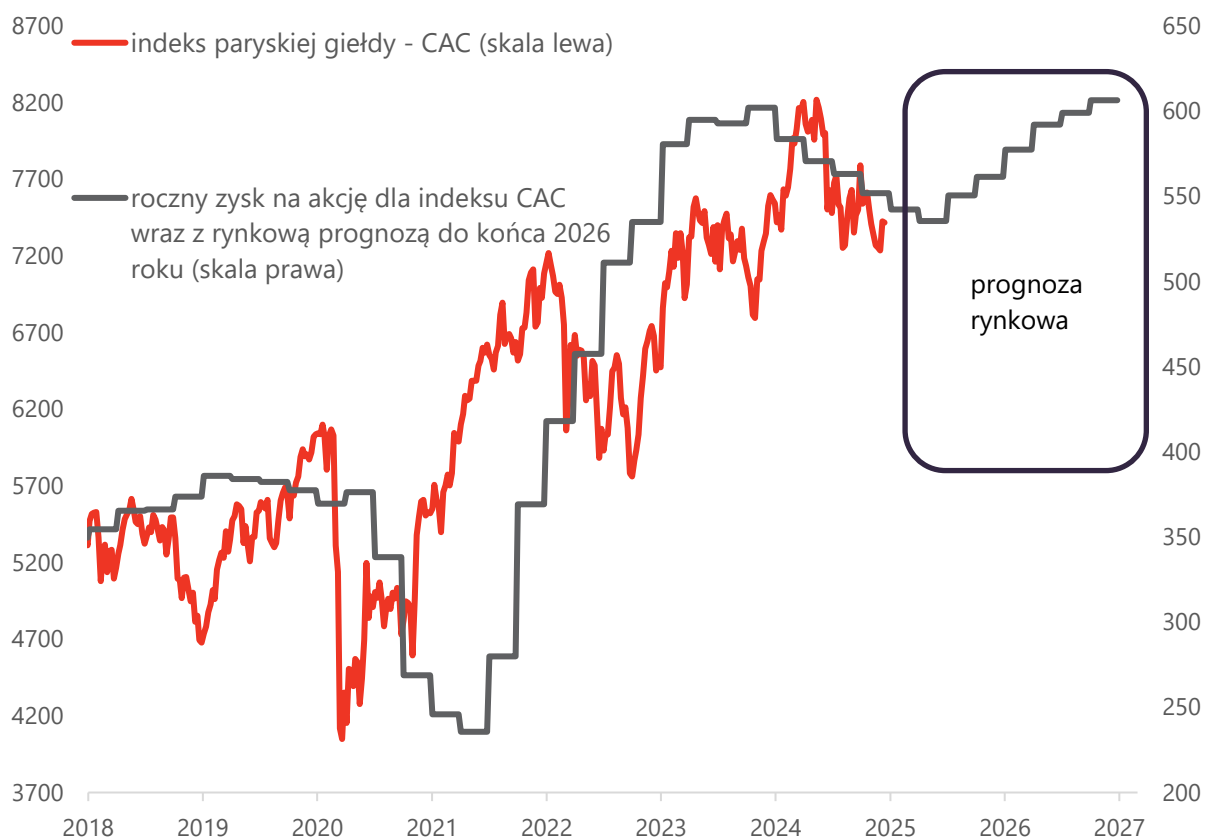
By Reuters

December 5, 2024 11:27 AM GMT+1 · Updated 8 days ago



<https://www.reuters.com/markets/europe/fall-government-fall-leaves-france-without-clear-path-cutting-deficit-sp-2024-12-05/>

**Wykres 44: Tegoroczna słabość francuskiej giełdy jest związana z pogorszeniem się wyników spółek. Jednak w kolejnych dwóch latach sytuacja ma się poprawić, przynajmniej według prognoz.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

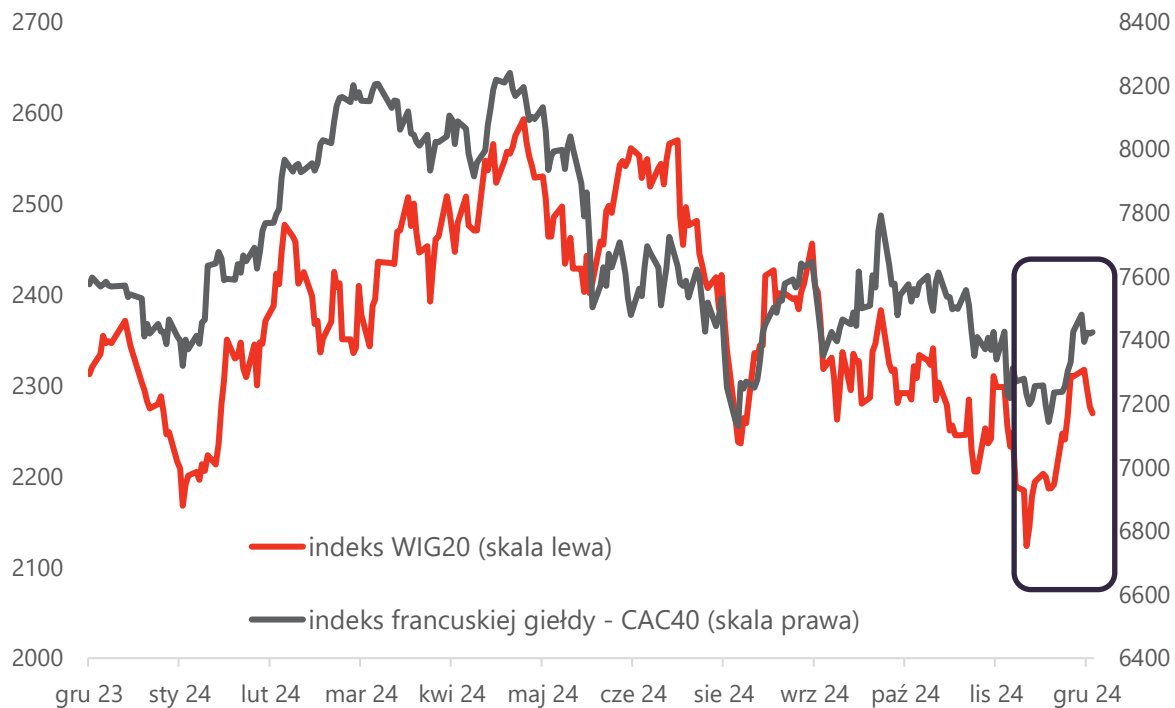
Trwający od końca listopada przystanek na akcjach i sektorach, które najbardziej mają korzystać na rządach nowej administracji w USA, pozwolił odreagować tym, których uznano za przegranych tego politycznego rozdania. Za odrabianie powyborczej słabości wzięły się, zarówno mniejsze spółki w Niemczech, jak i europejskie banki czy branża motoryzacyjna (wykres 45). Grudniowa fala wzrostów dosięgnęła także paryskiego parkietu, a nawet polskich akcji (wykresy 46-47). Wyraźne odbicie miało miejsce również na chińskich giełdach, które ponownie otrzymały wsparcie ze strony władz w Pekinie (wykres 48). Wciąż jednak jest to wsparcie oparte bardziej na eskalacji słów niż czynów. Natomiast najbardziej spektakularne zwwyżki odnotowali w grudniu technologiczni giganci, którzy przypomnieli inwestorom, że to wciąż jest ich hossa (od 2009 roku) i nie pozwolą sobie łatwo odebrać koszulki lidera (wykres 49).

**Wykres 45: Od końca listopada europejskie akcje zaczęły odrabiać powyborczą słabość.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 46: Początek grudnia okazał się pozytywny, zarówno dla polskiej, jak i francuskiej giełdy.**



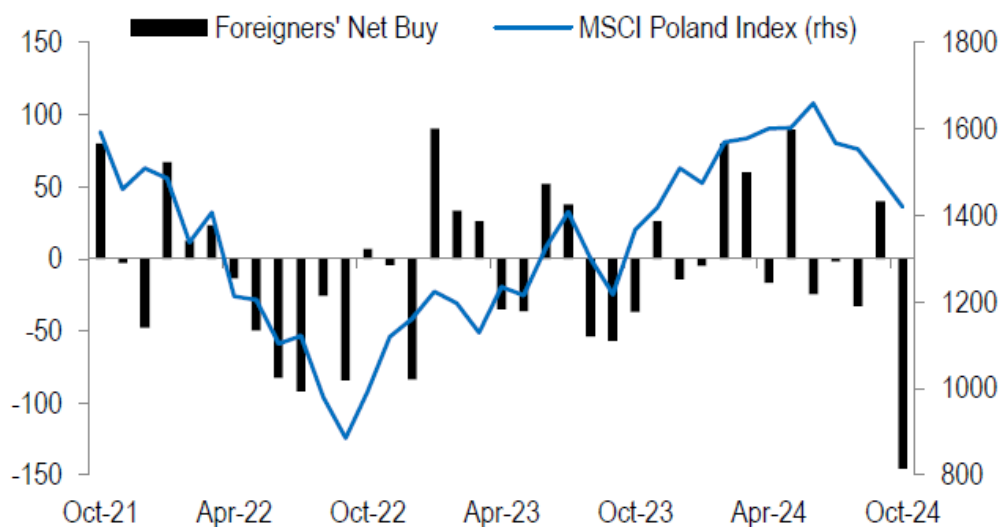
źródło: Bloomberg, obliczenia własne



**Wykres 47: W październiku i zapewne w listopadzie polska giełda borykała się z dużym odpływem zagranicznych inwestorów, którzy prawdopodobnie zaczęli wracać na początku grudnia.**

## Poland - Strong outflows in October

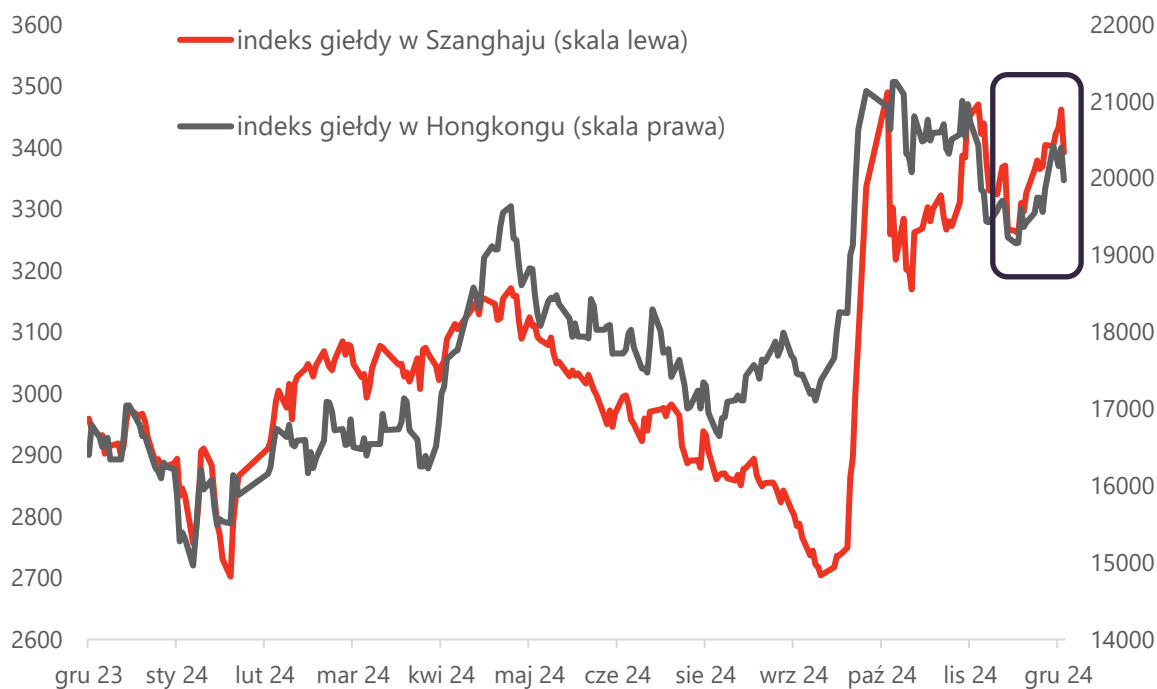
Figure 79: Monthly Net foreign investment into Poland equities by funds monitored by EPFR Global (US\$m)



Source: EPFR Global, MSCI.

źródło: JP Morgan

**Wykres 48: Chińskie giełdy zdołały odrobić powyborczą słabość.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

# China's Politburo mentioned these two words for the first time in more than a decade. Stocks soared.

Steve Goldstein

Mon, December 9, 2024 at 2:50 PM GMT+1 • 2 min read



<https://finance.yahoo.com/news/china-politburo-mentioned-two-words-135000069.html>

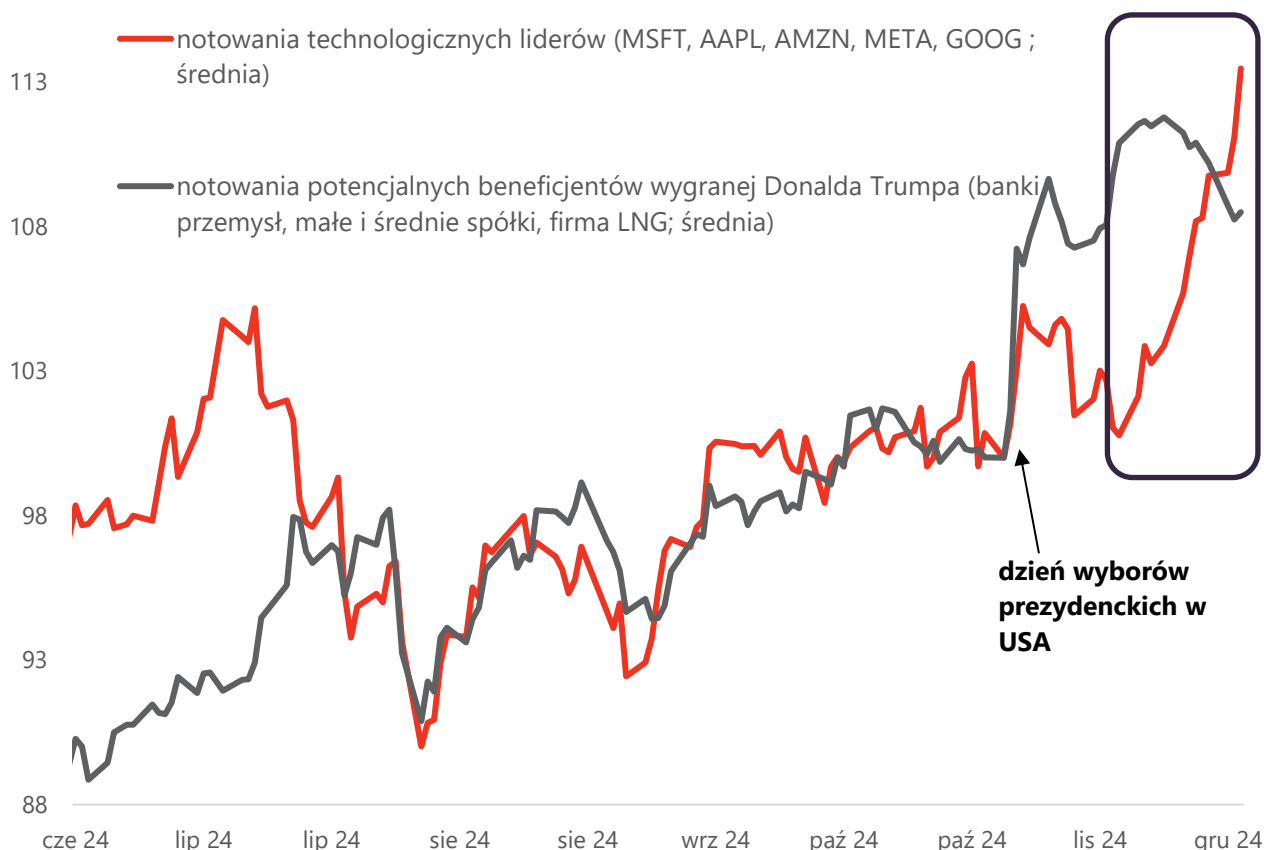
## China's Politburo calls for 'proactive' fiscal policy in 2025

Leadership signals 'moderately accommodative' monetary stance, 'vigorous' consumption push

źródło: <https://asia.nikkei.com/Economy/China-s-Politburo-calls-for-proactive-fiscal-policy-in-2025>

### Wykres 49: W erze Trump 2.0 technologiczni giganci nie składają broni.

118



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Materiał ma charakter wyłącznie edukacyjno-informacyjny.

Materiał oraz zawarte w nim prognozy stanowią wyraz poglądów jego autora (autorów) i oparte zostały na stanie wiedzy aktualnym na dzień jego sporządzenia. Przy sporządzeniu materiału i zawartych w nim prognoz oparto się na informacjach pozyskanych z powszechnie dostępnych i uznanych za wiarygodne źródła, dokładając należytej staranności, aby informacje zamieszczone w niniejszym materiale były rzetelne, niemniej jednak autor (autorzy) oraz Investors TFI S.A. nie gwarantują ich poprawności, kompletności i aktualności.

Autor (autorzy) oraz Investors TFI S.A. zastrzegają sobie możliwość zmiany przedstawionych opinii, w tym w przypadku zmiany sytuacji rynkowej, bez konieczności powiadamiania o niej adresatów niniejszego materiału.

Autor (autorzy) oraz Investors TFI S.A. nie gwarantują ziszczenia się scenariuszy lub prognoz zamieszczonych w niniejszym materiale, w szczególności przedstawione informacje (historyczne i prognozowane) nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Materiał niniejszy nie stanowi oferty publicznej ani publicznego oferowania w zakresie nabycia lub sprzedaży jakichkolwiek papierów wartościowych, oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego.

Wnioski wyciągnięte na podstawie przedstawionych komentarzy i prognoz nie powinny stanowić samodzielnej podstawy jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Autor (autorzy) oraz Investors TFI S.A. nie ponoszą odpowiedzialności za jakiegokolwiek szkody mogące powstać w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. Komentarz udostępniany jest nieodpłatnie.

Niniejszy materiał nie zawiera pełnych informacji niezbędnych do oceny ryzyka związanego z inwestycją w papiery wartościowe oraz inne instrumenty finansowe.

Dotychczasowe wyniki funduszy inwestycyjnych nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników przyszłości. Investors TFI S.A. ani zarządzane przez nie fundusze nie gwarantują osiągnięcia założonych celów inwestycyjnych funduszy. Przed podjęciem decyzji o nabyciu jednostek uczestnictwa funduszu, należy zapoznać się z Prospektem informacyjnym, dokumentem kluczowych informacji dla inwestorów oraz informacją dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego, które zawierają opis czynników ryzyka. Należy pamiętać, iż inwestycje dokonywane przez fundusz inwestycyjny obarczone są ryzykiem, a nie stanowią wyłącznie szansy na wzrost wartości inwestycji, w związku z czym uczestnik funduszu powinien liczyć się z możliwością utraty części wpłaconego kapitału. Zyski osiągnięte z inwestycji w jednostki uczestnictwa funduszy obciążone są podatkiem od dochodów kapitałowych.

## **Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.**

Zebra Tower | ul. Mokotowska 1 | 00-640 Warszawa

tel. +48 22 588 18 45 | infolinia: 801 00 33 70

investors.pl | office@investors.pl